

# IN HET SPOOR VAN DE CRISIS

*Achtergronden bij de financiële crisis*



In het spoor van de crisis

---

*De Nederlandsche Bank*



*Het omslag van deze bundel 'In het spoor van de crisis' toont een detail van 'Paarden Terschelling' (2000), een inkttekening van Sara van der Heide afkomstig uit de collectie van de Nederlandsche Bank.*

*Centrale bank en prudentieel toezichhouder financiële instellingen*

---

© 2010 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 5.000

Iedere openbaarmaking en vereenvoudiging voor educatieve en niet-commerciële bedoelingen is toegestaan, mits met bronvermelding.

Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam  
Telefoon (020) 524 91 11 – Telefax (020) 524 25 00  
Internet: <http://www.dnb.nl>  
E-mail: [informatie@dnb.nl](mailto:informatie@dnb.nl)

ISBN: 978 90 804 7846 6

# Inhoudsopgave

## **Voorwoord** 7

- 1 Inleiding 9
- 2 Het ontstaan en de dynamiek van de crisis: een chronologie 11
- 3 Structuur van de Nederlandse financiële sector 33
- 4 Het werkerrein van de toezichthouder 43
- 5 Financiële innovatie en toenemende complexiteit 67
- 6 De Bazelse akkoorden nader bekeken 99
- 7 De rol van fair value accounting in de financiële crisis 125
- 8 Corporate governance en toezicht 139

## **Bijlagen**

- A Glossary 153
- B Chronologie van de kredietcrisis 165

## **Dankwoord** 182

## **Voorwoord**

Sinds de zomer van 2007 heeft Nederland te maken met de wereldwijde kredietcrisis. Deze bundel van artikelen belicht verschillende kanten van de crisis die raken aan het werkterrein van de Nederlandsche Bank. De bundel gaat over het ontstaan en verloop van de crisis, en over belangrijke aspecten zoals complexe producten en de rol van verslaggevingsregels. Ook wordt uiteengezet hoe het toezicht werkt en hoe het heeft ingespeeld op de stormachtige ontwikkelingen op financiële markten, zowel in de nationale praktijk als in het veelal internationale regelgevende circuit. Vanzelfsprekend werd en wordt over deze aspecten binnen DNB nagedacht. DNB heeft hierover ook veelvuldig en uitvoerig overleg gehad met collega-instellingen in binnen- en buitenland en met belangrijke andere stakeholders, zoals betrokken ministeries.

Deze bundel concentreert zich op achtergrondinformatie van feitelijke aard. Zij gaat niet in op te trekken beleidslessen. Beleid komt alleen aan de orde voor zover het al is geformuleerd. Ik hoop dat de voor en tijdens de crisis door DNB opgebouwde kennis via deze bundel een breder publiek kan bereiken.

A.H.E.M. Wellink,  
President van De Nederlandsche Bank

Amsterdam, maart 2010

# I Inleiding

De kredietcrisis, die het eerst zichtbaar werd in een uithoek van de Amerikaanse huizenmarkt, heeft zich over de wereld verspreid. Financiële markten vielen stil en uiteindelijk, met meer dan een jaar vertraging, kromp de reële economie. Hoge werkloosheid en ontspoorde overheidsfinanciën waren het resultaat. De mondiale kredietcrisis heeft ook Nederland hard getroffen. Dat kon haast niet anders, gezien het open karakter van onze economie en de omvangrijke, internationaal opererende, financiële sector.

Terugblikkend moet worden vastgesteld dat zich in de jaren voor de crisis een cumulatie voordeed van onevenwichtigheden, zoals het zeer lage niveau van de lange rente, de verstoorde verhoudingen van betalingsbalansen tussen de mondiale machtsblokken, de risico's verbonden aan het gebruik van complexe producten en de extreme stijging van aandelenkoersen en huizenprijzen. Diverse partijen hebben hiervoor gewaarschuwd, maar bijna niemand heeft vooraf kunnen vermoeden dat de onevenwichtigheden zouden uitmonden in een financiële crisis van de vertoonde intensiteit en duur, laat staan op welk moment deze zich zouden openbaren.

In de jaren na de val van het IJzeren Gordijn in 1989 kreeg een haast grenzeloos optimisme de wereld in zijn greep. Men dacht dat economieën en markten stabielere waren geworden en dat risico's beter beheerst en gespreid konden worden. Financiële crises deden zich voor in specifieke regio's, zoals de Mexico- en Ruslandcrisis, of op deelmarkten zoals de internetzeepbel. Overheden en centrale banken zagen kans te voorkomen dat de crises een wereldwijd karakter kregen, maar wel met een langdurig lage lange rente als gevolg. Financiering was jarenlang ongekend goedkoop, wat de jacht op hoge rendementen stimuleerde. Hooggespannen verwachtingen kregen meer en meer de overhand en iedereen wilde zijn deel. Beleggers waren bereid tegen steeds lagere vergoedingen risico op zich te nemen. Ook voor consumenten werden ruime financieringsmogelijkheden steeds normaler; zij profiteerden op grote schaal van nieuwe spaar- en beleggingsproducten en gaven geld uit dat nog verdiend moest worden. In de politiek koos men, nationaal en

internationaal, voor deregulering om marktkrachten zoveel mogelijk de ruimte te geven. Zo werden beschermingsconstructies geslecht, opdat aandeelhouders meer mogelijkheden kregen het beleid van ondernemingen te bepalen.

Door de deregulering kreeg de financiële sector de kans te expanderen en te integreren en de sector greep die met beide handen aan. Om verder te kunnen groeien, ontwikkelde men nieuwe producten. Securitatie werd ongekend populair. Daarmee waren risico's niet meer zichtbaar op de balans van een bank, maar zij verdwenen natuurlijk niet. De modellen die werden gebruikt om risico's te beheersen, bleken in de crisis niet goed te voldoen. Het risicomanagement hield onvoldoende rekening met de samenhang tussen risico's en met het kuddegedrag van beleggers. Geen model hield er rekening mee dat de verhandelbaarheid van allerlei financiële producten volledig kon stilvallen. De kredietcrisis heeft laten zien dat financiële markten in korte tijd kunnen opdrogen wanneer het vertrouwen wegvalt. Onder invloed van nieuwe verslaggevingsregels (fair value accounting) werkte het opdrogen van markten sterk negatief uit op de balans van financiële instellingen en verdiepte de crisis zich.

Deze bundel gaat nader op deze onderwerpen in. Allereerst schetst de bundel het ontstaan en de dynamiek van de kredietcrisis. Vervolgens komen in afzonderlijke hoofdstukken relevante aspecten aan bod die nauw verbonden zijn met het werkkterrein van DNB, te weten de structuur van de financiële sector, het werkkterrein van de toezichthouder, financiële innovaties, de Bazelse kapitaalakkorden, fair value accounting en corporate governance.

## 2 Het ontstaan en de dynamiek van de crisis: een chronologie

*De eerste tekenen van een kredietcrisis worden in het vroege voorjaar van 2007 waarneembaar in de subprime hypotheekmarkt in de Verenigde Staten, een relatief klein segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt. Een van de kernvragen in deze bundel is hoe deze – op het eerste gezicht – beperkte problemen in de Amerikaanse hypotheekmarkt konden uitgroeien tot een systeemcrisis. Dit hoofdstuk geeft een chronologisch overzicht van de economische ontwikkelingen voorafgaand aan en tijdens de kredietcrisis, beginnend bij de dieperliggende oorzaken vanaf midden jaren tachtig tot en met de eerste aanwijzingen voor herstel van de reële economie in Nederland in de loop van 2009. Dit hoofdstuk beoogt de belangrijkste gebeurtenissen in een macro-economisch en financieel economisch kader te plaatsen en zo verbanden te leggen tussen de volgende hoofdstukken.*

### **De aanloop: macro-economische ontwikkelingen**

De kredietcrisis lijkt te beginnen in het subprime segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt, maar de oorzaken van de problemen liggen dieper en veel verder in het verleden. Sinds begin jaren negentig is sprake van toenemende onevenwichtigheden in de wereldeconomie. Deze ontstaan in een klimaat dat sinds de jaren tachtig wordt gekenmerkt door deregulering van goederen- en kapitaalmarkten en globalisering. Vanaf eind jaren negentig komt deze ontwikkeling in een stroomversnelling. Enkele landen in de Angelsaksische wereld leven al lange tijd boven hun stand, terwijl andere landen in de opkomende wereld een sterk exportgedreven groei nastreven. De uitbundige bestedingen in de Angelsaksische wereld uiten zich in tekorten op de lopende rekening van betalingsbalansen en in overmatige schuldfinanciering in de private sector. Ruim fiscaal en monetair beleid geven aan deze ontwikkeling een verdere stimulans. De crisis in het subprime segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt is een uitvloeisel van deze overmatige schuldfinanciering, ook wel aangeduid als ‘overleverage’.



### *Globalisering*

De jaren tachtig worden gekenmerkt door technologische en politieke ontwikkelingen die grote gevolgen hebben voor de wereldeconomie.<sup>1</sup> Door de opkomst van nieuwe technologieën kan de risicobeheersing door bedrijven en financiële instellingen geavanceerder worden en wordt beter voorraadbeheer mogelijk. De politieke ontwikkelingen in Centraal en Oost Europa leiden eind jaren tachtig tot de val van het IJzeren Gordijn en de ontsluiting van de achtergebleven economieën van het Oostblok. Ook in andere delen van de wereld, vooral in Azië, weten steeds meer ontwikkelingslanden zich om te vormen tot snel groeiende economieën met China als boegbeeld. De opkomende economieën met hun sterke, exportgedreven groei profiteren volop van de deregulering van goederen- en kapitaalmarkten in de jaren tachtig en de globalisering die daarop losbarst. Door de globalisering zijn de economieën van landen onderling sterker verbonden dan voorheen. Eindproducten worden opgebouwd uit componenten die vanuit de hele wereld afkomstig kunnen zijn.<sup>2</sup>

Ook Nederland heeft als open economie volop van deze ontwikkelingen geprofiteerd. Zo zijn Nederlandse financiële instellingen, ondanks de kleine thuismarkt, in staat geweest uit te groeien tot internationaal belangrijke spelers. Daarmee kunnen de Nederlandse banken een adequate dienstverlening leveren aan het sterk internationaal georiënteerde Nederlandse bedrijfsleven.

Overheden in Westerse landen leveren een bijdrage aan de voorspoedige economische ontwikkelingen door overheidstekorten terug te dringen, terwijl centrale banken steeds beter slagen in het bereiken van een lage en stabiele inflatie.

Zo ontstaat vanaf midden jaren tachtig een periode van wereldwijde gelijkmatige economische ontwikkeling met snelle groei en hoge productiviteit. Deze periode wordt in de internationale literatuur de 'great moderation' genoemd. De gelijkmatige groei heeft echter ook een keerzijde. De voorspoed leidt tot een onderschatting van de werkelijke risico's, hetgeen bij spelers in de financiële markten resulteert in het verhogen van de risicograad van hun activiteiten en – tegen de achtergrond van de wereldwijd lage rentes – een jacht naar hogere verdiensten op (vastrentende) financiële waarden, ook wel aangeduid als een 'search for yield'. Veel investeerders verkeren in de veronderstelling dat grote schommelingen in de economische ontwikkeling definitief tot het verleden behoren. Door de toegenomen verwevenheid kan een crisis zich echter meer dan ooit razendsnel over de hele wereld verspreiden. Grote internationaal georiënteerde financiële instellingen, waaronder ook de Nederlandse, zijn kwetsbaarder geworden voor ontwikkelingen op de wereldwijde financiële markten.

<sup>1</sup> Zie 'Mondiale onevenwichtigheid en de financiële crisis', DNB Kwartaalbericht september 2009.

<sup>2</sup> Zoals beschreven in hoofdstuk 3 van Van Ewijk en Teulings, 2009, 'De grote recessie: Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis'.

### *Mondiale onevenwichtigheden*

Sinds begin jaren negentig kampt de wereldeconomie met toenemende onevenwichtigheden op de betalingsbalansen. Het meest opvallend is het tekort op de Amerikaanse lopende rekening dat in 2006 is opgelopen tot 6% van het bbp. Tegenover dit Amerikaanse tekort staan sterk stijgende overschotten in olie-exporterende landen en in China. Het tekort in de Verenigde Staten is vooral ontstaan door een forse groei van de particuliere consumptie. Tussen 1982 en 2007 daalt de spaarquote van Amerikaanse huishoudens van ruim 11% van het beschikbaar inkomen tot minder dan 1% en verdubbelen de schulden van de huishoudens zich tot 130% van het beschikbaar inkomen. De landen met de overschotten op de lopende rekening kennen stijgende particuliere besparingen en een gematigde ontwikkeling van de investeringen. Olie-exporterende landen hebben de enorme opbrengsten uit de gestegen olieprijs in belangrijke mate opgepot. Veel economieën in Azië kennen een hoge spaarquote die deels is te verklaren door onderontwikkelde financiële markten en gebrekkige sociale voorzieningen. Daarnaast streven veel opkomende landen door hun wisselkoers laag te houden actief naar overschotten op de lopende rekening. De pijnlijke ervaringen in de Azië-crisis hadden namelijk duidelijk gemaakt dat de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal grote risico's met zich brengt.

De ontwikkelingen die hebben gezorgd voor de grote onevenwichtigheden op de lopende rekeningen hebben waarschijnlijk ook bijgedragen aan het ontstaan van de financiële crisis. Er zijn grofweg twee visies op de manier waarop de onevenwichtigheden samenhangen met de crisis: de 'money glut visie' legt de schuld voornamelijk bij het expansieve monetaire en budgettaire beleid in de Verenigde Staten en de 'savings glut visie' wijst de beschuldigende vinger vooral naar Azië. Volgens deze laatstgenoemde visie heeft de grote toestroom van besparingen uit Azië de Amerikaanse kredietverlening gestimuleerd door de kapitaalmarktrente laag te houden. Vanwege de koppeling van de wisselkoers van landen als China aan de dollar leidde het tekort op de Amerikaanse lopende rekening vooral tot een enorme voorraad dollaractiva in China. De hoge besparingen in de opkomende wereld zouden hebben geleid tot lage kapitaalkosten en een zoektocht naar rendement op gang hebben gebracht die risicopremies drukte tot zeer lage niveaus. Deze te lage beprijzing van risico's in de financiële markten heeft de risico's in de financiële sector sterk vergroot. Vooral het chronische karakter van de onevenwichtigheden en het ontbreken van evenwichtsherstellende krachten hebben bij veel beleidsmakers en economen tot grote zorgen geleid die ook in het openbaar werden geuit.

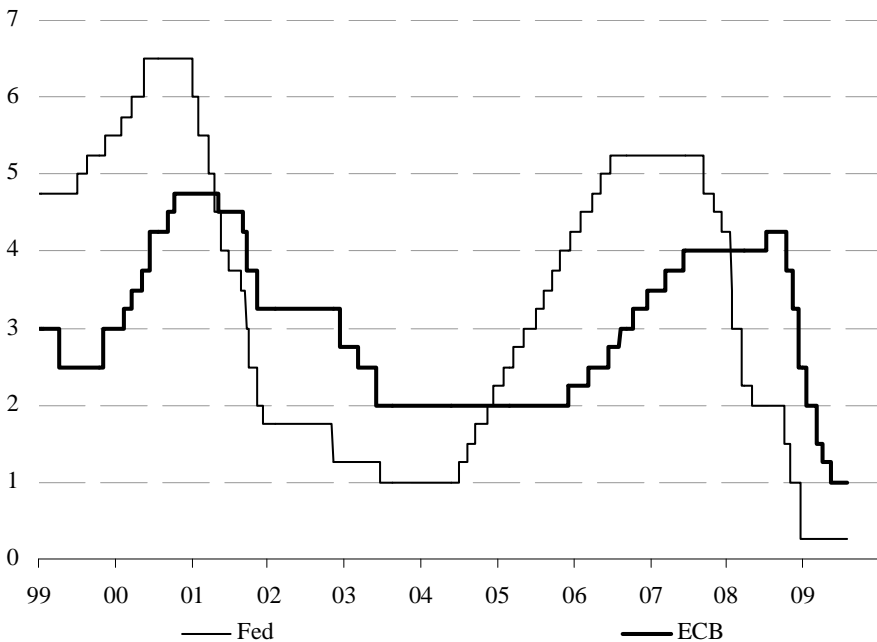
### *Lage rente en sterke stijging van de kredietverlening*

Het Federal Reserve System heeft na de recessie van 2001 de beleidsrente lang zeer laag gehouden. De Amerikaanse inflatie is in die periode echter ook laag. Tegelijkertijd zien we op veel plaatsen de vermogensprijzen (aandelen, huizen) snel stijgen. Centrale banken slagen er vanaf de jaren tachtig steeds beter in de inflatie, gemeten aan de stijging van consumentenprijzen, te beteugelen. Veel centrale banken hebben een expliciet mandaat zich te richten op consumentenprijs inflatie. Gegeven

dat mandaat, behoort het niet tot hun taak te reageren op inflatie van vermogensprijzen. Daarnaast betwijfelen veel centrale banken de effectiviteit van een dergelijk beleid.

Vanaf eind jaren negentig zijn beleggers in toenemende mate bereid te investeren in risicovolle projecten zonder een – achteraf gezien – adequate premie voor het risico te eisen. En als er dan toch iets misgaat, zoals bij het uiteenspatten van de internetzeepbel of de (bijna) ondergang van LTCM in 1998, blijken de autoriteiten vaak klaar te staan om de gevolgen van de calamiteit te beperken. De combinatie van een te lage rente en de verwachting dat de autoriteiten alles zullen doen om de negatieve gevolgen van het knappen van een zeepbel te beperken, vergroot het morele risico in de economie. Na het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2001 begint het Federal Reserve System aan een reeks renteverlagingen. Het belangrijkste rentetarief gaat van 6,5% eind 2000 naar 3,5% in september 2001 (zie grafiek 1). Na de aanslagen in New York in september 2001 daalt het tarief verder naar 1,75% in december 2001 en zelfs naar 1% in de zomer van 2003.

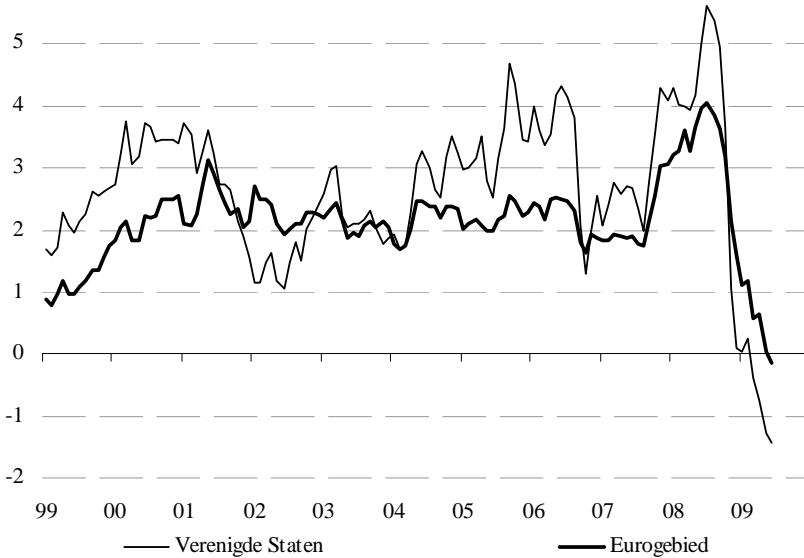
**Grafiek 1** Beleidsrente Verenigde Staten en eurogebied in procenten



Bron: Thomson Financial.

## Grafiek 2 Inflatie Verenigde Staten en eurogebied

Procentuele maandmutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Thomson Financial.

Tussen 2001 en 2004 is de reële rente in de Verenigde Staten uitzonderlijk laag en vanaf eind 2002 zelfs negatief.<sup>3</sup> Deze lage rente moet worden gezien tegen de achtergrond van een zeer lage inflatie (zie grafiek 2). Zeker vanaf september 2001 is er in de Verenigde Staten, maar ook in Europa, sprake van angst voor deflatie. De lage rente en de search for yield die door de lage rente wordt uitgelokt, leggen de basis voor de volgende zeepbel, ditmaal in de Amerikaanse huizenmarkt. Deze zeepbel gaat vergezeld van een enorme groei van de hypotheekschuld. De lage rente en de groei van de hypotheekschuld zijn een stimulant voor het gebruik van de financiële hefboom (leverage). Deze toenemende leverage manifesteerde zich in het bijzonder in het ongereguleerde deel van de financiële markten. Door dergelijke activiteiten buiten het gereguleerde deel van de markt te houden, werden verzwaarde kapitaal-eisen deels vermeden.

De lage rente is overigens geen uniek Amerikaans fenomeen. Overal ter wereld voeren centrale banken een ruim monetair beleid en leidt de lage rente tot meer kredietverlening. Daarbij maken banken door de securitisatie van leningen ruimte

<sup>3</sup> Zie ook Kalse en Van Lent, 2009, 'Bankroet: Hoe bankiers ons in de ergste crisis sinds de Grote Depressie stortten'.

vrij op de balans voor nieuwe kredietverlening. In het Kwartaalbericht van juni 2005 besteedt DNB aandacht aan de risico's van lage rente en hoge schulden: "... [omdat] de lage rente een aantal onwenselijke ontwikkelingen in de hand heeft gewerkt (zoals de hoge schulden bij huishoudens, de 'leverage' en mogelijke onderschatting van risico's bij financiële marktpartijen en uitholling van de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars), die het financiële stelsel gevoeliger maken voor schokken". Soortgelijke analyses zijn opgenomen in het Overzicht Financiële Stabieliteit (OFS) van juni 2005 en het Kwartaalbericht van september 2005. Ook anderen besteden hier aandacht aan, waaronder de Bank of England en commentatoren in de Verenigde Staten.

### **De aanloop: financiële innovaties**

Financiële innovaties hebben een belangrijke, katalyserende rol gehad in de zucht naar hogere rendementen en een toenemende leverage in het financiële systeem. De periode vanaf eind jaren negentig wordt gekenmerkt door een nieuwe golf van innovaties binnen de financiële sector. Deze innovaties leiden tot hogere welvaart. Echter, innovaties zijn in de afgelopen jaren tevens ingezet om regelgeving te omzeilen en risico's te verhullen, teneinde te kunnen beantwoorden aan de toenemende search for yield en te profiteren van het gunstige klimaat voor schuldfinanciering. In toenemende mate vertrouwen private partijen en toezichthouders op geavanceerde maar – achteraf bezien – onvolkomen systemen van risicobeheersing. De financiële innovatie gaat gepaard met een steeds sterkere afhankelijkheid van kwantitatief risicobeheer, waarin, naar is gebleken, onvoldoende gewicht werd gegeven aan extreme scenario's.

Door financiële innovaties is de verhandelbaarheid van risico's toegenomen en is de financiële wereld meer dan ooit onderling verbonden. Het 'originate-to-distribute model' stelt banken in staat leningen te verpakken (securitiseren) en door te verkopen aan andere instellingen. Meer specifiek worden in dit model bepaalde activa overgedragen aan een 'off-balance sheet vehikel', dat gefinancierd wordt in de financiële markten en juridisch losstaat van de instelling die haar opricht (originator). Het voordeel hiervan voor banken is dat zij gemakkelijker de risico's op hun balans kunnen diversifiëren en illiquide activa gemakkelijker liquide kunnen maken in de financiële markten. Het geloof in de voordelen van de financiële innovaties is groot, zoals ook blijkt uit de tekst die de voorzitter van het Federal Reserve System Greenspan op 5 mei 2005 uitsprak: "The use of a growing array of derivatives and the related application of more-sophisticated approaches to measuring and managing risk are key factors underpinning the greater resilience of our largest financial institutions (...) Derivatives have permitted the unbundling of financial risks". Securitatie vergroot aan de andere kant van de transactie de investeringsmogelijkheden voor beleggers. Gesteld kan worden dat securitatie specialisatie binnen de kredietketen faciliteert, wat over het algemeen welvaartsverhogend werkt.

Het opkomen van het originate-to-distribute model is echter gepaard gegaan met excessen, omdat het model tevens het ontwijken van kapitaaleisen in de hand werkte en het opschroeven van leverage binnen het financiële systeem faciliteerde. In zekere zin werkt het originate-to-distribute model als een katalysator voor de opbouw van leverage en de reductie van buffers in het financiële systeem. De opgerichte off-balance sheet vehikels blijken bovendien toch nauw verbonden met de originator. Kortlopend gefinancierde vehikels (conduits) beschikten over liquiditeitslijnen bij de originators, waardoor financieringsmogelijkheden terugvloegen op de balans van de originators (banken). Hoewel er voor de originators doorgaans geen juridische verplichting bestaat tot het ondersteunen van de vehikels blijken originators gedurende de crisis bovendien uit reputatieoverwegingen vaak toch bereid investeerders te compenseren voor eventuele verliezen.

Een andere innovatie die in het afgelopen decennium een hoge vlucht heeft genomen, is de credit default swap (CDS). Een CDS faciliteert eveneens de distributie van risico's in het financiële systeem. Partijen in een CDS-contract komen een soort verzekering van faillissementsrisico's overeen, waarbij de verzekerde een periodieke premie aan de verzekeraar betaalt. Enerzijds faciliteert ook deze innovatie een effectievere risicodeling binnen het systeem. Anderzijds is door deze innovatie niet altijd duidelijk waar bepaalde risico's uiteindelijk neerslaan. De risico's voortvloeiende uit deze contracten blijken vaak neer te slaan bij ongereguleerde instellingen waarop nauwelijks toezicht wordt gehouden zodat niet duidelijk is of deze instellingen hun contractuele verplichtingen wel kunnen nakomen. Er is echter ook sprake van een overmatige concentratie van risico's bij partijen die wel onder toezicht staan. Hoofdstuk 5 'Financiële innovatie en toenemende complexiteit' gaat dieper in op de rol van innovatie in het financiële systeem.<sup>4</sup>

In het vervolg van dit hoofdstuk worden vier fasen van de crisis beschreven. In de eerste fase, die zich afspeelt in de tweede helft van 2007, krijgen financiële instellingen te maken met een liquiditeitscrisis in de geldmarkt. Vervolgens ontstaan in de tweede fase solvabiliteitsproblemen bij de banken die uitmonden in de val van Lehman Brothers op 15 september 2008. Dit faillissement luidt de derde fase in, waarin een wereldwijde crisis het financiële systeem treft, evenals de reële economie. In maart 2009 bereiken financiële markten het dieptepunt en begint de vierde fase waarin zich een fragiel herstel lijkt af te tekenen.

### **Eerste fase (juli 2007 tot december 2007): liquiditeitscrisis in de geldmarkt**

Eén van de oorzaken van de financiële crisis ligt in de explosieve groei van de kredietverlening door banken in het afgelopen decennium. Directe aanleiding zijn de problemen in de Amerikaanse huizenmarkt en het gebrek aan Amerikaans toezicht

<sup>4</sup> DNB besteedt in het Kwartaalbericht en het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) van december 2005 en het OFS van september 2006 aandacht aan de risico's van financiële innovaties.

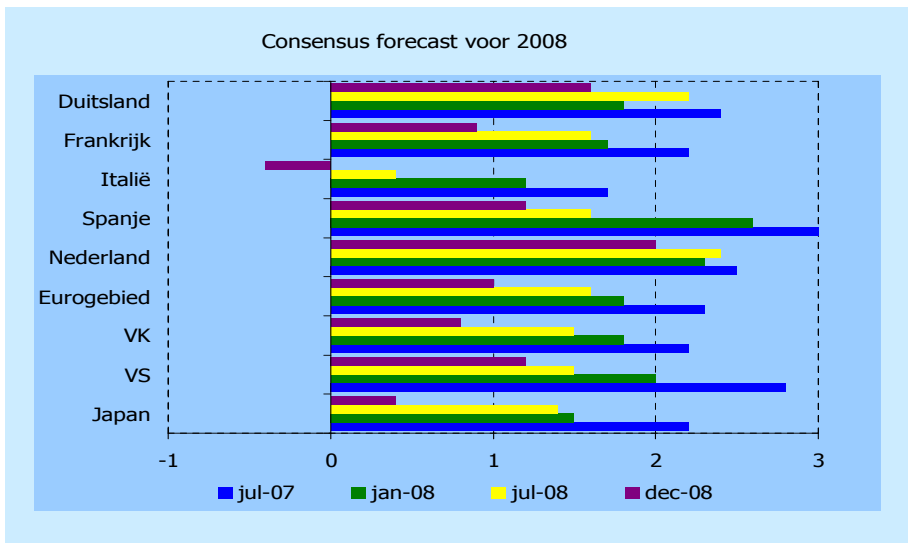
op de origination van hypothecair krediet. Zogenaemde subprime hypotheek werden verstrekt aan mensen van wie duidelijk is dat zij de kosten voor rente en aflossing niet kunnen dragen, vaak tegen een laag instaptarief dat na een bepaalde periode stijgt. De risico's hiervan komen niet aan de oppervlakte zolang de rente laag blijft en de huizenprijzen blijven stijgen. Wanneer de prijsstijgingen omslaan in prijsdalingen en de rente stijgt, komen veel huizenbezitters in de problemen. Zij kunnen de kosten van de hypotheek niet meer opbrengen, wat uiteindelijk leidt tot gedwongen verkopen en nog lagere huizenprijzen. In het vroege voorjaar van 2007 wordt duidelijk dat er grote problemen zijn met Amerikaanse subprime hypotheek.

De combinatie van wanbetalingen, gedwongen verkopen en dalende huizenprijzen leidt tot grote verliezen bij de hypotheekverstrekkers. Door de toegenomen verwevenheid binnen het financiële systeem en het originate-to-distribute model in het bijzonder, blijven de risico's hiervan niet beperkt tot Amerikaanse hypotheekverstrekkers, maar worden ze wereldwijd verspreid over vele investeerders. Dat hierbij ook Nederlandse instellingen kunnen worden geraakt, wordt geconstateerd in het DNB Kwartaalbericht van juni 2007: "Via directe en indirecte (via gesecuritiseerde producten) uitzettingen op de Amerikaanse hypotheekmarkt, dan wel doordat kredietmarkten elders worden aangetast, kan de 'hypotheekcrisis' in de Verenigde Staten zich vertalen in oplopende krediet- en marktrisico's voor Nederlandse financiële ondernemingen". Zo kan de crisis zich verspreiden van de Amerikaanse huizenmarkt naar andere delen van het financiële systeem. In de zomer van 2007 neemt de onzekerheid over Amerikaanse hypotheekproducten sterk toe. Dit gebeurt onder invloed van naar beneden bijgestelde kredietbeoordelingen op gestructureerde producten en omvangrijke verliezen bij hedgefondsen. Zo kondigt Bear Stearns op 18 juli 2007 het faillissement aan van twee van haar hedgefondsen die gespecialiseerd zijn in het beleggen in complexe gestructureerde producten. De toenemende onzekerheid heeft zijn weerslag op off-balance sheet vehikels die veelal beleggen in deze gestructureerde producten. Vehikels die zich financieren met kort papier komen direct in de problemen doordat hun financiering opdroogt. Amerikaanse geldmarktfondsen – zeer belangrijke investeerders in kortlopend papier – blijken door hun lage risicotolerantie niet langer bereid te investeren in het papier van deze vehikels. De resulterende liquiditeitsproblemen slaan over op het bankwezen, via de liquiditeitslijnen tussen banken en off-balance sheet vehikels. Het gevolg hiervan is tweeledig. In de eerste plaats raken banken in grote onzekerheid over hun eigen liquiditeitspositie. In de tweede plaats ontstaan onzekerheden over de betrouwbaarheid van collega-banken. Deze onzekerheden resulteren er op 9 augustus 2007 in dat de interbancaire geldmarkt stilvalt en interbancaire rentes oplopen tot ver boven het niveau van de beleidsrente. Zo verspreidt de crisis zich van de Amerikaanse huizenmarkt naar de kern van het financiële systeem: de interbancaire geldmarkt. De ECB en de Amerikaanse centrale bank (het Federal Reserve System) reageren op deze situatie met liquiditeitsinjecties in de geldmarkten. Hoewel deze ingrepen de geldmarkten weer enigszins vlottrekken, betekenen de gebeurtenissen

in de zomer van 2007 een structurele herbeprizing van de risico's in de financiële markten. De liquiditeitsproblemen bij de Britse hypotheekverstrekker Northern Rock en de verstrekking van steun door de Bank of England op 14 september 2007 onderstrepen dat financiële instellingen onder omstandigheden kwetsbaar zijn. In Nederland lijken de financiële instellingen dan nog niet te worden getroffen door de crisis, hoewel het Nederlandse bankwezen is verzwakt door de voorgenomen overname van ABN AMRO door een consortium waarvan Fortis deel uitmaakt.

De algemene indruk in het najaar van 2007 is dat sprake is van een liquiditeitscrisis in het financiële systeem. Centrale banken staan klaar om liquiditeit te verschaffen en daarmee de crisis te bestrijden. De gevolgen voor de Amerikaanse economie blijven in eerste instantie beperkt. In 2007 komt de groei uit op 2,1%. Zoals blijkt uit grafiek 3 zijn er in 2007 ook nog geen zorgen over hoe de reële economie zich in 2008 zal ontwikkelen. Zowel voor Nederland als voor het eurogebied als geheel wordt voor 2008 circa 2% economische groei verwacht. Ook voor de Verenigde Staten wordt op dat moment nog een groeicijfer van die omvang voorzien. De OESO schrijft in juni 2007 in haar Economic Outlook: "Indeed, the current economic situation is in many ways better than what we have experienced in years. Against that background, we have stuck to the rebalancing scenario. Our central forecast remains indeed quite benign: a soft landing in the United States, a strong and

**Grafiek 3 Tot begin 2008 lijkt er geen vuiltje aan de lucht voor economische groei**





sustained recovery in Europe, a solid trajectory in Japan and buoyant activity in China and India. In line with recent trends, sustained growth in OECD economies would be underpinned by strong job creation and falling unemployment”. Hoewel de financiële sector kredietverliezen zal moeten incasseren, is de algemene indruk in de zomer van 2007 dat het financiële systeem voldoende schokbestendig is. Het IMF meldt in haar Global Financial Stability Report van september 2007: “Systemically important financial institutions began this episode with adequate capital to manage the likely level of credit losses” en concludeert dat “In general, the current regulatory systems have proven resilient to date, and regulators must be continually mindful that households and firms have benefited greatly from the financial innovation and solid growth and financial stability of recent years”.

### **Tweede fase (december 2007 tot september 2008): banken zien hun solvabiliteit verslechteren**

In de tweede fase van de kredietcrisis beginnen de problemen op de kredietmarkten hun uitwerking te krijgen op de solvabiliteit van het bankwezen. Fair Value Accounting en een sterk verslechterd marktsentiment met sterk dalende vermogensprijzen dwingen banken tot grote afschrijvingen op hun activa. Centrale banken en overheden grijpen in, hoewel de manier waarop dit gebeurt van land tot land verschilt.

Ondanks het ingrijpen, breidt de crisis zich snel uit van banken naar andere delen van de financiële sector. Hierbij spelen drie kanalen een belangrijke rol: (i) het verspreide bezit van besmette activa, (ii) de kapitaalschaarste bij financiële instellingen en (iii) en vertrouwenseffecten. Deze kanalen houden verband met de eerder genoemde financiële innovaties. Als direct gevolg van het originate-to-distribute model bevinden de risico's van de besmette activa zich overal in het financiële systeem, niet alleen in het ongereguleerde schaduwbanksysteem, maar ook bij instellingen als Fannie Mae, Freddie Mac en AIG. Het is echter niet duidelijk wáár welke risico's zich precies bevinden. Dat leidt tot vertrouwensverlies en het compleet wegvallen van markten voor complexe producten. Verder zorgen de toenemende verliezen bij financiële instellingen voor kapitaalschaarste. Dit beperkt de mogelijkheden voor het nemen van risico's en derhalve ook de mogelijkheden van banken op te treden als intermediair in de financiële markten. Hierdoor wordt ook het functioneren van andere markten bemoeilijkt.

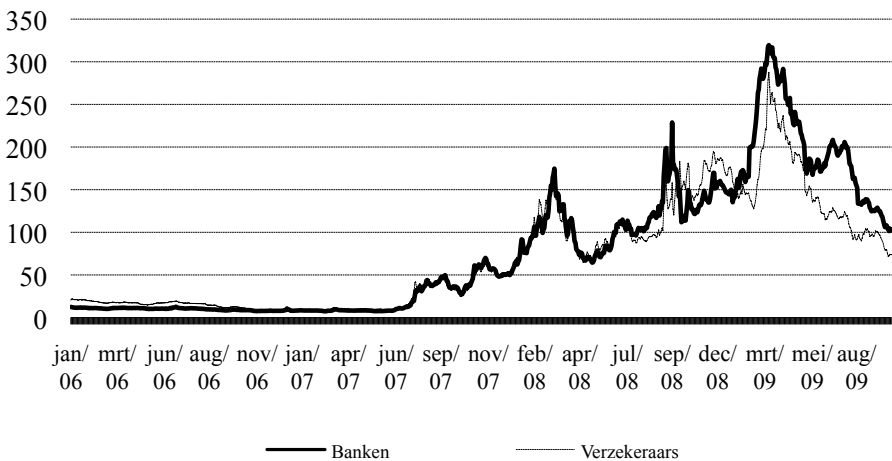
De verslechterende omstandigheden uiteten zich in oplopende risicopremies in combinatie met fors dalende aandelenmarkten. Ook komt een speciaal segment van de Amerikaanse verzekeringsmarkt onder sterke druk te staan: de zogenoemde Amerikaanse 'monoline verzekeraars' die garanties hadden verstrekt op gesecuritiseerde producten, waarmee zij achteraf gezien grote risico's op hun balans introduceerden. Door de verhoogde risico's op deze instellingen worden de door hen

afgegeven garanties ook minder waard en blijken additionele afschrijvingen bij de houders van gegarandeerd papier nodig. Naast banken raken nu ook hedgefondsen, private equity fondsen en monoline verzekeraars in grote problemen. Verzekeraars en pensioenfondsen lijken in eerste instantie gespaard te blijven, maar worden later ook getroffen door de financiële crisis.

De toenemende onrust mondt in maart 2008 uit in liquiditeitsproblemen bij de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns. Via een door het Federal Reserve System gesteunde overname van deze bank door JPMorgan wordt een faillissement afgewend. Obligatiehouders worden in deze operatie ontzien, waar aandeelhouders een fors verlies moeten nemen. De CDS premies voor banken en verzekeraars nemen sterk toe (zie grafiek 4).

#### **Grafiek 4 CDS-premies van banken en verzekeraars in de Europese Unie**

Basispunten, EU-brede indices van premies op vijf jaars obligaties



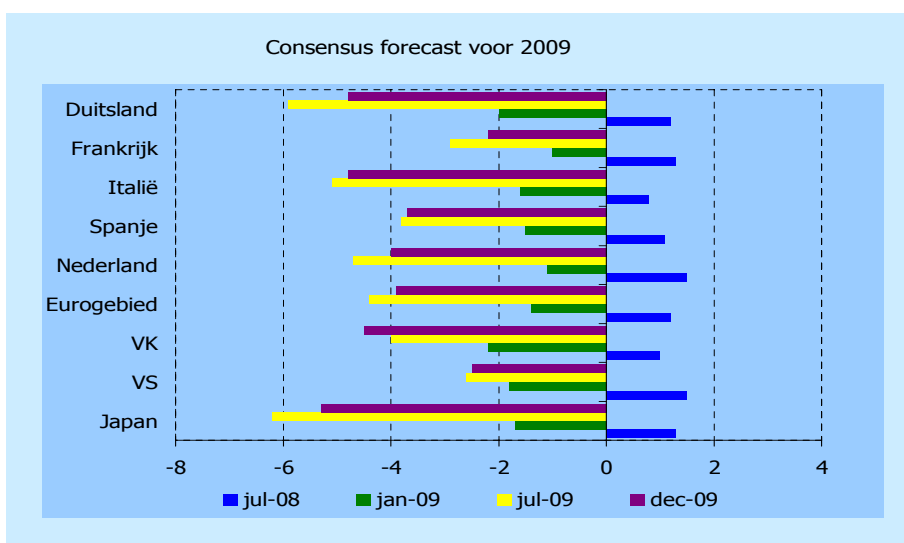
Bron: Datastream.

Tegen de achtergrond van het verslechterende sentiment op de financiële markten, beginnen op het moment van de overname van Bear Stearns ook de reële economische verwachtingen pessimistischer te worden, evenals de vooruitzichten ten aanzien van de onroerend goedmarkten in zowel de Verenigde Staten als Europese landen, zoals Spanje. Van regeringszijde wordt in januari 2008 gewaarschuwd dat Nederland zich geen recessie moet aanpraten. De economische vooruitzichten voor 2009 zijn in juli 2008 nog vrij positief (zie grafiek 5). De consensus forecast

geeft voor alle getoonde landen voor 2009 een positieve groei van ongeveer 1% tot 1,5%. Dit is iets lager dan de verwachtingen waren in januari 2008, maar er wordt in geen van de landen een recessie verwacht. Pas tegen het eind van 2008 verslechteren de ramingen voor 2009 dramatisch. In januari 2009 is de consensus forecast voor de economische groei in 2009 voor veel landen omgeslagen in een krimp van 1 à 2% en in juli 2009 wordt voor veel landen zelfs een krimp van meer dan 4% verwacht.

De gesteunde overname van Bear Stearns brengt de financiële markten in het tweede kwartaal van 2008 tijdelijk tot rust. De autoriteiten lijken te slagen in hun pogingen de crisis te bestrijden en veel commentatoren menen dat het ergste van de kredietcrisis achter de rug is. Deze periode van relatieve rust zal duren tot het

**Grafiek 5 Pas vanaf begin 2009 worden de groeiramingen in rap tempo neerwaarts bijgesteld**



faillissement van Lehman Brothers op 15 september 2008. Een verbeterde toegang tot de kapitaalmarkt zorgt voor de nodige emissies en risicopremies dalen tot medio mei 2008. In de zomer van 2008 groeien de zorgen over de solvabiliteit van de Amerikaanse hypotheekfinanciers Fannie Mae en Freddie Mac. Deze instellingen verzorgen ongeveer 40% van de woningfinanciering in de Verenigde Staten en zijn dus van vitaal belang voor de Amerikaanse huizenmarkt. Tegen deze achtergrond besluit de Amerikaanse overheid in juli 2008 tot een eerste steunpakket, waarvan het zwaartepunt bij liquiditeitssteun ligt. Zorgen over de solvabiliteit van deze instellingen worden daarmee echter niet weggenomen. De Amerikaanse autoriteiten zijn

in september 2008 uiteindelijk genoodzaakt tot een de facto nationalisatie van deze instellingen, waarbij aandeelhouders forse verliezen moeten nemen.

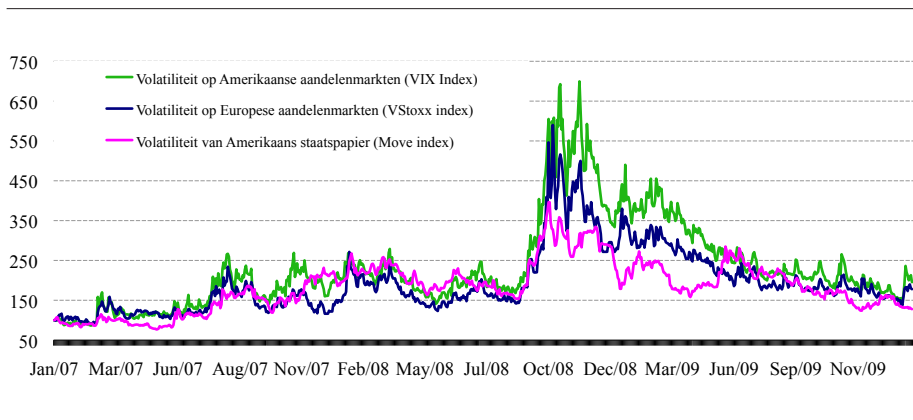
### **Derde fase (september 2008 tot maart 2009): systeemcrisis**

Op maandag 15 september 2008 gaat de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers failliet. Dit is de aanleiding voor een wereldwijde vertrouwenscrisis (zie box ‘Ontwikkelingen direct na de val van Lehman Brothers’). De interbancaire geldmarkten lopen opnieuw vast en veel grote instellingen komen in zeer ernstige problemen: Merrill Lynch vindt onderdak bij Bank of America en verzekeraar AIG krijgt steun van de Amerikaanse overheid. De volatiliteit in financiële markten neemt sterk toe (zie grafiek 6).

Als gevolg van dit alles, en een grote terughoudendheid van geldmarktfondsen in de verstrekking van liquiditeiten aan financiële instellingen, valt de geldmarkt stil. Vanwege het faillissement van Lehman Brothers lijdt het oudste Amerikaanse geldmarktfonds, het Reserve Primary Fund, een dusdanig verlies dat het beleggers hun volledige inleg niet meer kan garanderen. Dit betekent een groot reputatieverlies voor de geldmarktfondsen, resulterend in grootscheepse onttrekkingen. Aandelenmarkten raken als gevolg van de vertrouwenscrisis in een vrije val, versterkt door een verwachte verwatering van de aandelenwaarden van financiële instellingen als gevolg van potentiële toekomstige overheidsparticipaties. Doordat deels de reëel-economische gevolgen van de systeemcrisis al in de markten worden verdisconteerd, ontstaat verdere neerwaartse druk op aandelenkoersen en korte rentes.

### **Grafiek 6 Volatiliteit in financiële markten neemt sterk toe in oktober 2008**

Ontwikkeling volatiliteit in de financiële markten (geïndexeerd)



Ook in Nederland volgen de ontwikkelingen elkaar snel op. Op 29 september 2008 neemt de Nederlandse staat een 49% belang in Fortis Bank Nederland, op 3 oktober gevolgd door een volledige overname van de Nederlandse onderdelen van Fortis Bank en ABN AMRO. In alle hectiek dreigt de internationale consensus te breken en lijkt ieder land zijn eigen weg te gaan bij het overeind houden van de banken. Uiteindelijk wordt toch een gemeenschappelijke aanpak van de problemen gevolgd.

Op 7 oktober wordt bekend dat de IJslandse bank Landsbanki door de IJslandse overheid onder curatele is gesteld. In Nederland vrezen duizenden spaarders voor hun geld bij het Nederlandse bijkantoor van Landsbanki, bekend van het internet spaarproduct Icesave. Uiteindelijk krijgen veruit de meeste spaarders al hun geld terug, mede omdat de Minister van Financiën inmiddels had besloten de dekking onder het Nederlandse depositogarantiestelsel op te hogen naar EUR 100.000 (onder gelijktijdige afschaffing van het eigen risico). Deze dekking tot EUR 100.000 wordt enige tijd hierna ook vastgelegd in de Europese depositogarantierichtlijn en zal ingaan op 31 december 2010.

Op 9 oktober kondigen de Nederlandse autoriteiten een reddingsplan aan om de financiële sector te beschermen. De Nederlandse staat zal, als dat nodig is, de balans van financiële ondernemingen versterken door kapitaal te verstrekken aan elke financiële onderneming in Nederland die fundamenteel gezond en levensvatbaar is. Niet lang daarna krijgen ING, Aegon en SNS Reaal kapitaalsteun van de Nederlandse overheid. De solvabiliteit van de instellingen is teruggelopen als gevolg van de afschrijvingen. Om de funding van Nederlandse instellingen veilig te stellen, stelt de Nederlandse overheid zich, tegen een marktconforme premie, tot een bedrag van EUR 200 miljard garant voor leningen aan Nederlandse banken.

In de tweede helft van 2008 worden de gevolgen van de kredietcrisis ook voelbaar voor de Nederlandse economie. De uitvoer raakt in een vrije val, de bedrijfsinvesteringen en woninginvesteringen vallen ver terug en ook de particuliere consumptie neemt af. Deze negatieve trend versnelt in de eerste maanden van 2009. Op 8 december 2008 presenteert het Centraal Planbureau (CPB) zijn Decemberraming en verwacht het CPB voor 2009 een krimp van 0,75%. Ook DNB raamt twee dagen later op basis van het macro-economische structuurmodel dat zij gebruikt, een verwachte krimp van 0,5% voor 2009.<sup>5</sup> Op 17 februari 2009 geven premier Balkenende en CPB-directeur Teulings een persconferentie, waarop zij aangeven dat Nederland in een zware recessie verkeert. De Nederlandse economie zou in 2009 uiteindelijk 4% krimpen.

Het pessimisme dat de financiële sector beheerst in het laatste kwartaal van 2008, domineert het beeld ook in de eerste maanden van 2009. Financiële instellingen

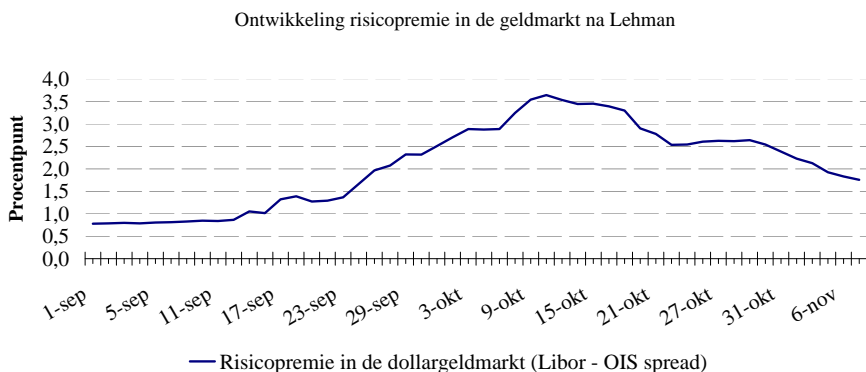
<sup>5</sup> Zie 'De Nederlandse economie in 2008-2010: een raming voor 2008-2009 en verkenningen voor 2010', DNB Kwartaalbericht december 2008.

## Ontwikkelingen direct na de val van Lehman Brothers

Meer nog dan het faillissement van Lehman Brothers zelf, is de financiële crisis in een stroomversnelling gebracht door de onzekerheid die de Amerikaanse regering in de drie à vier weken na het faillissement van Lehman Brothers doet ontstaan over de steunmaatregelen voor de financiële sector.

Op maandag 15 september 2008 gaat Lehman Brothers failliet. Het faillissement van Lehman Brothers en het uitblijven van een adequate reactie van de Amerikaanse overheid leiden tot een vertrouwensschok voor het financiële systeem. Na de redding van Bear Stearns in maart 2008 verkeren klanten, beleggers en collega financiële instellingen in de veronderstelling dat banken als Lehman Brothers te groot en verweven (interconnected) zouden zijn om failliet te laten gaan. Deze veronderstelling blijkt onjuist wanneer de Amerikaanse overheid Lehman Brothers wel failliet laat gaan. Op vrijdag 19 september 2008 kondigt de Amerikaanse Treasury een groot reddingspakket aan, TARP. Op dinsdag 23 september 2008 presenteren de voorzitter van het Federal Reserve System Bernanke en de minister van Financiën Paulson het TARP plan, ter grootte van USD 700 miljard, voor de Senaat. De reacties op het plan zijn overwegend negatief en het is onduidelijk of de Senaat akkoord zal gaan. Deze onzekerheid leidt in de drie weken na 23 september tot steeds grotere onrust op de financiële markten. Deze onrust neemt pas geleidelijk af nadat op 13 oktober wel een overtuigend plan wordt gepresenteerd. De figuur (uit Taylor (2008), 'The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong') laat de ontwikkeling van de Libor-OIS spread (een maat voor spanningen in de geldmarkt) zien tegen de achtergrond van de gebeurtenissen in september en oktober 2008.

### Grafiek 7 Spanningen in de geldmarkt na faillissement Lehman Brothers



maken slechte resultaten bekend over het vierde kwartaal van 2008 en zijn op aanvullende steunmaatregelen van nationale autoriteiten aangewezen. Zo moet bijvoorbeeld de Amerikaanse overheid meer steun verlenen aan Citigroup en verzekeraar AIG. De Nederlandse overheid neemt tegen een (later onder druk van de Europese Commissie bijgestelde) premie, 80% van het risico op de Amerikaanse Alt-A hypotheekportefeuille van ING over.

Naast de negatieve ontwikkelingen in de financiële sector staan in het eerste kwartaal van 2009 de risico's in Oost-Europese landen sterk in de belangstelling. Door de snelle groei van de afgelopen jaren zijn in deze regio onevenwichtigheden ontstaan, waarover de zorgen in februari 2009 sterk toenemen. Dit uit zich in oplopende risicopremies voor de betreffende landen, maar ook voor financiële instellingen in landen die daarmee nauwe banden hebben, zoals Oostenrijk en Zweden.

De aankondiging van het langverwachte stimuleringspakket van de regering Obama in februari 2009 kan de wereldwijde zorgen in eerste instantie niet wegnemen. Marktpartijen beoordelen het pakket als onvoldoende en te weinig concreet. In maart keert het tij op de financiële markten. De regering Obama kondigt de details van een nieuw programma aan, dat Amerikaanse banken in staat zou moeten stellen slechte leningen van hun balans te verwijderen. Ook het Federal Reserve System breidt haar crisispakket uit. Zij kondigt aan staatspapier te gaan opkopen en de bestaande aankoopprogramma's voor hypotheekobligaties en obligaties van hypotheekfinanciers te intensiveren. Tevens wordt de Term Asset-Backed Loan Facility (TALF) gelanceerd, ter ondersteuning van de Amerikaanse securitisatiemarkten. Onder deze faciliteit kunnen Amerikaanse banken asset-backed securities (ABS), die gedekt worden door zowel hypotheeken als consumentleningen, belenen bij het Federal Reserve System. Doel van TALF is het ondersteunen van de ABS-markt en daarmee uiteindelijk de kredietverlening aan de reële economie.

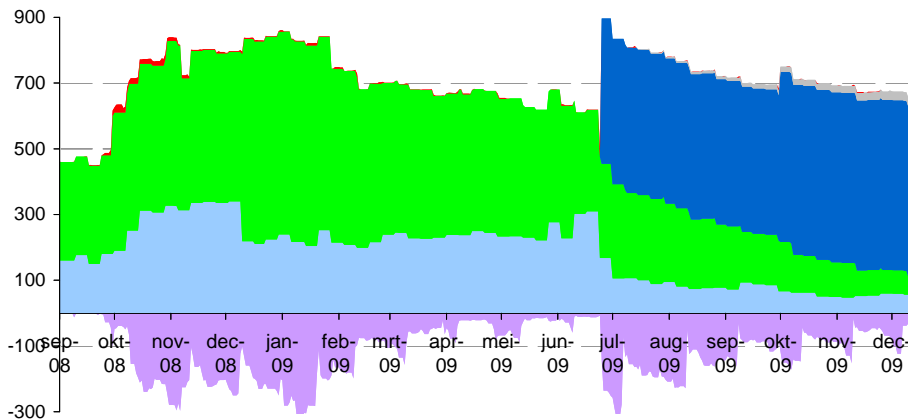
De Bank of England legt het zwaartepunt van haar ingrijpen eveneens bij het opkopen van schuldpapier. Zij kondigt een programma aan waaronder zowel staats- als bedrijfsobligaties kunnen worden opgekocht. Dit programma is bedoeld ter ondersteuning van de financieringsmogelijkheden in de financiële markten en de verruiming van de liquiditeitssituatie.

De ECB komt in mei 2009 met een pakket van 'onconventionele monetaire beleidsmaatregelen', met het zwaartepunt bij een uitbreiding van de open marktoperaties. Een belangrijk element in het pakket is de uitvoering van drie speciale éénjaars herfinancieringsoperaties, waarin tegen afdoende onderpand alle biedingen worden toegewezen tegen een vaste rente. Op de eerste éénjaars herfinancieringsoperatie in juni 2009 wordt voor EUR 442 miljard ingetekend door Europese banken, een record. Eveneens van belang is een opkoopprogramma voor gedekte bankobligaties (covered bonds) met een omvang van EUR 60 miljard. Dit opkoopprogramma

draagt bij aan een verlaging van risicopremies op covered bonds en verbeterde financieringsmogelijkheden voor banken via covered bonds.

Dit in mei 2009 bekend gemaakte pakket is overigens een aanvulling op diverse maatregelen die de ECB sinds het uitbreken van de crisis heeft genomen in de sfeer van de liquiditeitsverstrekking en het monetaire beleid. Hiervan is het onbeperkt ter beschikking stellen van liquiditeiten, gecombineerd met een verruiming van de voorwaarden voor het in te brengen onderpand voor de leningen in oktober 2008, het meest ingrijpend voor de eurogeldmarkt. De verhoogde liquiditeitsverstrekking die hierdoor sindsdien plaatsheeft, overstijgt de liquiditeitsbehoefte van Europese banken (zie grafiek 8). Deze reageren hierop door een deel van de liquiditeit te deponeren bij het Eurosysteem. Een ander gevolg van het liquiditeitsoverschot zijn dalende geldmarktrentes, tot ver beneden de beleidsrente. Naast maatregelen in de sfeer van liquiditeitsverstrekking voerde de ECB na het faillissement van Lehman ook een reeks van renteverlagingen door, die de beleidsrente in mei 2009 uiteindelijk op 1% brengen.<sup>6</sup>

**Grafiek 8 Liquiditeitsverstrekking Eurosysteem na Lehman (miljarden euro)**



<sup>6</sup> Zie voor meer informatie over de maatregelen van het Eurosysteem het artikel 'Liquiditeitsverstrekking door het Eurosysteem', van 10 juli 2009 in de rubriek 'Feiten en Visie' op de website van DNB; <http://www.dnb.nl/nieuws-en-publicaties/feiten-en-visie/feiten-en-visie/dnb219888.jsp>, en tevens Bijlage B van deze bundel 'Chronologisch overzicht van gebeurtenissen'.



#### Vierde fase (vanaf maart 2009): tekenen van stabilisatie

Eind 2008 wordt snel duidelijk dat de wereldeconomie in een recessie belandt en dat de financiële crisis de reële economie hard raakt. Door de enorme onzekerheid en de deleveraging van de private sector is de vraag naar investeringsgoederen en duurzame consumptiegoederen weggevallen. Door de onderlinge verwevenheid van de productieprocessen is ook de wereldhandel pijlsnel stilgevallen. Financieringsproblemen bij de handel kunnen hierbij een rol hebben gespeeld. Nederland wordt als open economie en betrokken speler in het internationale financiële en handelsspeelveld logischerwijs ook zwaar getroffen door de ontwikkeling van de wereldeconomie. In het vierde kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009 krimpt de Nederlandse economie sterk. De groeivoorspellingen worden vanaf begin 2009 in rap tempo neerwaarts bijgesteld en voor het eerst sinds begin jaren tachtig dalen de huizenprijzen. Op 9 maart 2009 bereiken financiële markten een dieptepunt. De beurswaarde van financiële ondernemingen is met ruim de helft gedaald ten opzichte van januari 2008. Hoewel de financiële sector onder spanning blijft staan, treedt vanaf maart 2009 een opmerkelijk herstel in. De spanning in de geldmarkt neemt enigszins af, risicopremies dalen en beurskoersen stijgen. Het startschot voor het herstel wordt gegeven wanneer diverse grote Amerikaanse banken zoals Goldman Sachs, Bank of America en Citigroup aankondigen meevalende resultaten over het eerste kwartaal te verwachten. De winstmeevallers komen vooral op het conto van tradingactiviteiten en gewijzigde boekhoudregels, waardoor Amerikaanse banken niet meer te hoeven afschrijven op gestructureerde producten die op hun balans staan. Ook de steilere rentecurves, die het gevolg zijn van de acties van de centrale banken, zijn gunstig voor de winsten van het bankwezen. Bij de start van het herstel speelt ook de publicatie op 7 mei 2009 door de Amerikaanse toezichthouder en het Federal Reserve System van relatief gunstige uitkomsten van stress tests voor de grote Amerikaanse financiële instellingen.

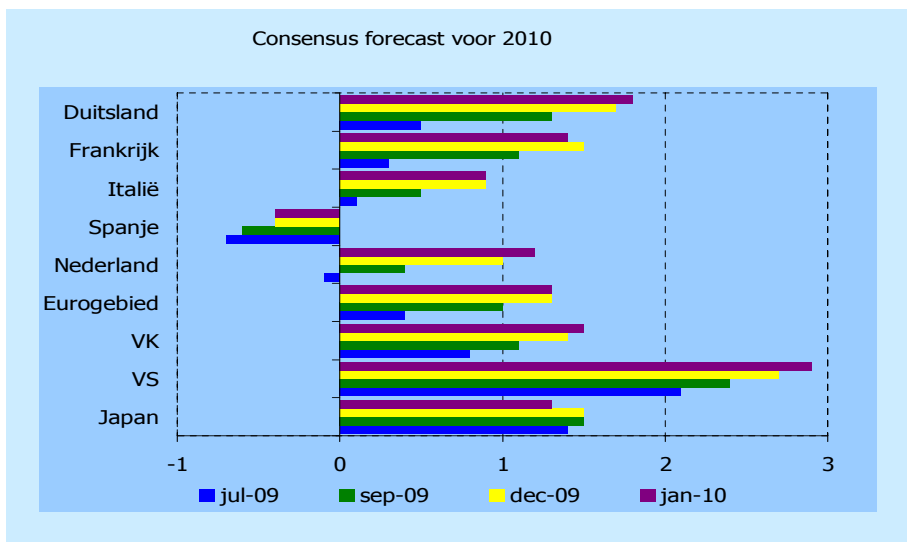
In juni 2009 voorziet het CPB voor dat jaar een krimp van het Nederlands bbp van 4,75% en een sterk oplopende werkloosheid in 2010. Later blijkt de werkloosheid toch minder hard op te lopen dan aanvankelijk, ook door DNB, werd gedacht. Als reden voor de gematigde stijging van de werkloosheid wordt vooral het grote aantal zzp'ers genoemd dat voor de crisis in Nederland werkzaam was. Als deze zelfstandigen zonder werk komen te zitten, worden zij niet meegeteld in de werkloosheidscijfers. Daarnaast tellen ook werknemers die belanden in de deeltijd-WW, die de overheid als crisismaatregel heeft ingevoerd, niet mee als werklozen. In het najaar van 2009 laat de consensus forecast voor 2010 voor Nederland weer een positieve groei zien (zie grafiek 9). Het voorziene herstel is echter broos en met risico's omgeven, mede omdat het deels is gebaseerd op stimuleringsmaatregelen die later zullen worden uitgefaseerd. Bovendien is het deleveragingproces van de banken nog niet ten einde, kan het grote beroep van de overheid op de kapitaalmarkt leiden tot crowding out en kan te late of te weinig consolidatie leiden tot hernieuwde grote

onzekerheid. Daarnaast zit een groot deel van het herstel in de dynamiek van de voorraadcyclus en is er gevaar voor meer protectionisme. De open Nederlandse economie is sterk afhankelijk van hoe de belangrijkste handelspartners met deze risico's zullen omgaan.

Door de omvangrijke steunmaatregelen voor de financiële sector en nationale economieën zijn de risico's voor nationale overheden sterk toegenomen. Door de verhoogde vraag naar obligaties met een laag risico en de ruime liquiditeitsverhoudingen heeft dit in 2009 slechts een beperkte invloed op de financieringskosten van nationale overheden. De opschorting eind 2009 van betalingen door Dubai World, een staatsbedrijf uit Dubai, doet hernieuwd het besef groeien dat landenrisico's zijn toegenomen. Dit wordt nog eens extra onderstreept door de lagere kredietbeoordelingen voor Griekenland en de daarmee gepaard gaande oplopende risicopremies voor de mediterrane landen eind 2009.

Hoewel de bancaire sector vanaf maart 2009 stabiliseert, blijven de instellingen kwetsbaar. Banken hebben veel moeten afschrijven op hun bezittingen en de gevolgen van de crisis zullen ook in 2010 de winsten van de banken drukken. Verscheidene Nederlandse banken hebben hun balans versterkt door een kapitaalinjectie van de overheid en willen deze steun zo snel mogelijk terugbetalen (en hebben dit ook deels al gedaan). Voor het herstel van de economie is het echter van groot belang

**Grafiek 9** Vanaf het najaar van 2009 wordt in Nederland voor 2010 weer economische groei verwacht



dat de banken de kredietverlening aan de bedrijven op peil houden. Na enkele jaren van uitbundige groei zet de zakelijke kredietgroei in de zomer van 2008 een scherpe daling in. Een belangrijke oorzaak van deze snelle daling is de afname van de vraag naar krediet als gevolg van de fors lagere economische activiteit. De bezettingsgraad in de industrie is bijvoorbeeld teruggezakt van 83% in de eerste helft van 2008 tot 76% eind 2009. Hierdoor is de behoefte aan nieuwe investeringen afgenomen. De bedrijfsinvesteringen liggen in het derde kwartaal van 2009 dan ook ruim 18% lager dan in het derde kwartaal van 2008. Tegelijkertijd spelen ook ontwikkelingen aan de aanbodzijde van de kredietmarkt een rol. Dit wordt geïllustreerd door de resultaten van het Bank Lending Survey (BLS), een kwartaalenquête van de ECB over het leengedrag van banken. Zowel in Nederland als in het buitenland geven banken vanaf het derde kwartaal van 2007 in meerderheid aan de kredietvoorwaarden op leningen aan te scherpen, waardoor banken gemiddeld genomen hogere eisen stellen bij het verstrekken van een lening. Bedrijven moeten bijvoorbeeld meer onderpand overleggen, hogere toeslagen betalen of meer informatie verstrekken.

Uit de antwoorden die banken geven in het BLS blijkt dat een toename van de risicoperceptie een belangrijke reden is om de acceptatiecriteria aan te scherpen. De verslechterde algemene economische vooruitzichten, de vooruitzichten voor specifieke bedrijfstakken of ondernemingen en de toegenomen risico's op het vereiste onderpand spelen hierbij een rol. Naast de toegenomen risicoperceptie noemen banken sinds de kredietcrisis ook redenen die samenhangen met de kosten van eigen vermogen en balansrestricties.

De afnemende vraag naar krediet lijkt echter de belangrijkste oorzaak van de daling van de kredietgroei. Een belangrijke vervolgvraag is in hoeverre een verdere conjuncturele opleving zou kunnen worden gehinderd door een te gematigde groei van de kredietverlening. Aanbodfactoren die tot nu toe geen overheersende rol lijken te hebben gespeeld, kunnen relevant worden als het economische herstel doorzet en de vraag naar kredieten na enige vertraging weer toeneemt. In de huidige situatie is het duidelijk dat banken grote verliezen hebben geleden, waardoor hun reserves onder druk zijn gekomen. Voor zover de winstgevendheid weer gaat toenemen, zal deze in eerste instantie worden ingezet om deze reserves weer aan te vullen. Hier komt bij dat banken kunnen verwachten dat de kapitaal- en liquiditeitsvragen in de komende periode worden aangescherpt, niet alleen door toezichthouders, maar ook door marktpartijen, zoals kredietbeoordelaars. Hoewel dit niet aan de orde zal zijn voordat de economie duidelijk is hersteld, zullen banken hier mogelijk wel nu al rekening mee houden. Het is dan ook te verwachten dat de toekomstige ontwikkeling van de kredietverlening voorlopig onder invloed zal blijven staan van de aangescherpte kredietvoorwaarden. Hoewel geleidelijk minder banken aangeven dat ze de voorwaarden verder aanscherpen, zijn deze nog niet versoepeld. Bovendien kan de verhoogde leenbehoefte van nationale overheden de beschikbaarheid van krediet voor de private sector beperken. Dit kan nog langere tijd gevolgen hebben voor de kredietverlening aan bedrijven. Bij een herstel van de vraag naar krediet kan een deel

van de bedrijven dan te maken krijgen met hogere kosten of strengere voorwaarden dan voorheen het geval was.

### 3 Structuur van de Nederlandse financiële sector

*De financiële sector is een steunpilaar van de Nederlandse economie. Sinds 1990 laat de overheid de structuur van de sector grotendeels aan de markt over. In de jaren daarna consolideert de sector door fusies en overnames en krijgt zij steeds meer een internationale oriëntatie. De kredietcrisis luidt een nieuwe fase van de ontwikkeling van de Nederlandse financiële sector in. Interventies van autoriteiten, gewijzigde marktomstandigheden en nieuwe regelgeving zullen invloed hebben op haar toekomstige structuur.*

#### Inleiding

Nederland heeft een grote financiële sector, die wereldwijd meer dan 4.300 miljard euro aan vermogen onder haar hoede heeft.<sup>7</sup> De Nederlandse bancaire sector behoort tot de tien grootste ter wereld, Nederlandse verzekeraars zijn mondiaal actief en het Nederlandse pensioenstelsel geldt als omvangrijk en vooraanstaand. De sector biedt in 2008 werk aan bijna 300.000 mensen in Nederland en genereert ongeveer 7% van het Nederlands bbp. Werkgelegenheid en productie vallen nog hoger uit wanneer aan de sector verwante dienstverlening, zoals toeleveranciers en juridische en economische dienstverlening, wordt meegerekend. De Nederlandse financiële sector is daarmee van groot belang voor onze welvaart.

Ten behoeve van andere sectoren sluist de financiële sector het kapitaal van spaarders en institutionele beleggers door naar investeerders, en speelt zij op deze manier een sleutelrol bij het bevorderen van de economische bedrijvigheid. Daarnaast bevordert de financiële sector een efficiënte spreiding van risico binnen de maatschappij. Banken en verzekeraars nemen als professionele partijen financiële risico's uit handen van huishoudens en ondernemers, bijvoorbeeld op wanbetaling of stormschade, waardoor deze in staat zijn zich op kernactiviteiten te concentreren. De vergaande risicodeling in oudedagvoorzieningen die door pensioenfondsen wordt uitgevoerd, beschermt het inkomen van gepensioneerden. Empirisch

<sup>7</sup> Wereldwijd geconsolideerde balans van de Nederlandse bancaire sector, pensioensector (cijfers eind 3<sup>e</sup> kwartaal 2009) en verzekeringssector (cijfers eind 2008).

onderzoek bevestigt het bestaan van een positief verband tussen een ontwikkelde financiële sector en economische groei.<sup>8</sup>

## Ontwikkeling van de Nederlandse financiële sector

### *Nederland als handelsnatie en financieel centrum*

De functie van Nederland als financieel centrum hangt nauw samen met zijn identiteit als handelsnatie. De geschiedenis van beide gaat meer dan vier eeuwen terug. Begin 17<sup>e</sup> eeuw ontwikkelt Holland zich in snel tempo tot centrum voor internationale handel. Tegelijkertijd vindt een ontwikkeling plaats waarbij het daadwerkelijk handeldrijven wordt ontkoppeld van de financiële dienstverlening daaromheen, zoals financiering en muntwissel. Een welvaartsimpuls is hiervan het gevolg, evenals financiële innovaties in de vorm van aandelen en obligaties. Mede door de oprichting van de Wisselbank in 1609, groeit Holland uit tot een belangrijk financieel centrum. Ook wanneer de invloed van Nederland op het wereldtoneel in de 18<sup>e</sup> eeuw geleidelijk afneemt, blijft de functie van financieel centrum overeind. De Nederlandse economie, die een sterk open karakter heeft en thuishaven is van meerdere wereldwijd opererende multinationals, profiteert hiervan. Andersom biedt de uitbreiding van Nederlandse multinationals in het buitenland ook weer kansen voor de financiële sector. De aanwezigheid van de financiële sector is overigens niet altijd een onverdeeld genoegen geweest. Diverse financiële crises, elk met unieke karakteristieken, maar steeds met ernstige consequenties, hebben hun sporen nagelaten. Per saldo heeft de financiële sector Nederland echter aanzienlijke welvaart opgeleverd.

Ook DNB heeft als instelling haar wortels in de wisselwerking tussen de reële en financiële economie. Wanneer DNB in 1814 wordt opgericht, gebeurt dit ter bevordering van de Nederlandse koophandel. Het bestaan van sterke financiële instellingen wordt voor dit doel als essentieel gezien.<sup>9</sup> Pas later evolueert de rol van DNB tot die van centrale bank en toezichthouder.

### *Structuurbeleid en regulering*

In de decennia na de Tweede Wereldoorlog stuurt de overheid via het structuurbeleid actief de structuur van de Nederlandse financiële sector. Deze actieve rol van de overheid past in het tijdsbeeld, dat eerst wordt gekenschetst door de wederopbouw en later door een naar de maatstaven van de huidige tijd relatief centraal geleide economie. Het structuurbeleid beperkt de consolidatie in de Nederlandse financiële sector. Nadat in de jaren zestig enkele nieuwe bankencombinaties zijn ontstaan, geldt lange tijd een verbod op fusies tussen grotere Nederlandse banken. Ook fusies tussen Nederlandse banken en verzekeraars zijn niet toegestaan. Een

<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld Demirgüç-Kunt en Levine (2008), 'Finance, Financial Sector Policies and Long-Run growth', *Review of Economics and Statistics* 73, pp. 78-84.

<sup>9</sup> Vanthoor (2004), 'De Nederlandsche Bank 1814-1998', p. 20.

belangrijke beweegreden achter dit fusieverbod is het voorkomen van een te hoge marktconcentratie uit een oogpunt van gezonde concurrentie. DNB en de Minister van Financiën (vanaf 1979) voeren het beleid uit.

Begin jaren tachtig blijkt dat het structuurbeleid geen garantie biedt voor de stabiliteit van het financiële systeem. In deze periode komt een aantal Nederlandse hypotheekbanken in de problemen. Deze banken concentreren zich op het verstrekken van hypotheecaire leningen met daartoe aangetrokken gelden, en hebben een weinig gediversifieerde bedrijfsvoering. Dit maakt hen kwetsbaar voor de in deze periode inzettende combinatie van oplopende rentes en dalende huizenprijzen. Om de situatie in de hypotheeksector te stabiliseren, vindt een eerste lichte versoepeling van het structuurbeleid plaats. Zowel banken als verzekeraars krijgen toestemming hypotheekbanken kapitaal te verschaffen of geheel over te nemen. De hypotheekbanken worden overgenomen of verdwijnen van het toneel.

In 1990 liberaliseert de overheid het structuurbeleid vergaand, waardoor de beperkingen komen te vervallen op fusies tussen banken onderling en banken en verzekeraars. De aankomende openstelling van de Europese interne markt in 1992 speelt bij deze beslissing een belangrijke rol. Deze openstelling borgt de vrije vestiging van financiële instellingen en vrij verkeer van kapitaal en financiële dienstverlening in Europa, waardoor de Nederlandse financiële sector in toenemende mate Europees georiënteerd raakt. Het strategische speelveld voor instellingen verandert daardoor ingrijpend. Buitenlandse Europese banken worden rechtstreekse concurrenten van Nederlandse financiële instellingen. Naast deze aan de interne markt gerelateerde overwegingen spelen bij de afschaffing van het structuurbeleid nog enkele andere overwegingen een rol. Zo zijn de scheidingslijnen tussen bank- en verzekeringsactiviteiten steeds minder duidelijk door de introductie van producten met zowel een spaar- als verzekeringselement. De strikte scheiding in het structuurbeleid tussen banken en verzekeraars wordt hierdoor als niet meer praktisch ervaren. Tot slot sluit de liberalisering van het structuurbeleid aan bij het regeringsbeleid, dat gericht is op het versterken van de marktwerking en verminderen van regelgeving.

### *Vrije markt en consolidatie*

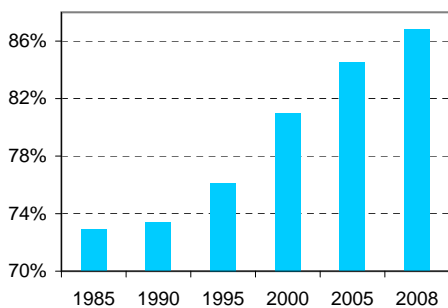
Het effect van de liberalisering van het structuurbeleid is dat marktkrachten meer dan voorheen de structuur van de financiële sector bepalen. Financiële instellingen maken van het opheffen van de restricties gebruik om te consolideren en allianties aan te gaan. Dit gebeurt op drie manieren: binnenlandse consolidatie, cross-sectorale integratie en internationalisatie.

Binnenlandse consolidatie vindt in het bankwezen onder andere plaats door de fusie tussen NMB en Postbank en ABN en AMRO. De wens om schaalgroottes te realiseren in een markt die naar verwachting in toenemende mate internationaal zal zijn, speelt hierbij een belangrijke rol. Als gevolg van deze ontwikkeling raakt de Nederlandse bancaire sector steeds meer geconcentreerd (grafiek 1). Cross-sectorale integratie vindt plaats door het samengaan van banken en verzekeraars. NMB

Postbank en Nationale-Nederlanden fuseren tot ING Groep. Rabobank verwerft Interpolis. SNS en Reaal fuseren. En Fortis wordt gevormd door het samengaan van diverse bank- en verzekeringsinstellingen. Het ontstaan van deze ‘bankverzekeraars’ past in een op dat moment bestaande internationale trend, die wordt gedreven door drie veronderstelde voordelen: risicodiversificatie, het combineren van verkoopkanalen en reductie van overheadkosten. Voor Nederlandse instellingen speelt daarnaast mee dat de thuismarkt relatief klein is, waardoor het moeilijk is schaalgroottes te realiseren via fusies en overnames binnen de bank- of verzekeringssector.

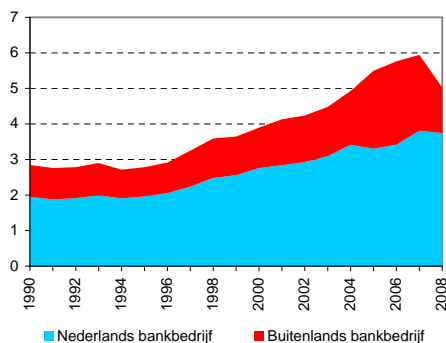
Internationalisatie van de Nederlandse financiële sector vindt vooral plaats door overnames van buitenlandse instellingen. ING verwerft onder andere Barings, Furman Selz, Bank Bruxelles Lambert en Equitable of Iowa. Aegon verwerft onder andere Transamerica en Guardian. ABN AMRO verwerft Banco Real en later Antonveneta. Ook bouwt zij haar aanwezigheid in de Verenigde Staten verder uit, waar zij sinds 1979 LaSalle bezit. Als gevolg van deze overnames neemt de omvang van het buitenlands bankbedrijf van de Nederlandse bancaire sector lange tijd toe. Deze trend wordt gekeerd wanneer een consortium van drie buitenlandse banken in 2007 ABN AMRO overneemt (grafiek 2). Ook bij internationale consolidatie is een belangrijk motief het realiseren van schaalgroottes, om zo de kosten te verlagen, synergie tussen onderdelen te realiseren en risico’s te diversifiëren. Ook voor het Nederlandse bedrijfsleven biedt deze sprong over de grenzen voordelen, omdat het gepaard gaat met een verdere versterking van het buitenlands netwerk van het Nederlandse bankwezen. Banken kunnen daardoor hun klanten ook internationaal nog beter van dienst zijn.

**Grafiek 1 Aandeel van de vijf grootste banken in de Nederlandse bancaire sector naar balanstotaal (CR5 ratio)**



Bron: ECB.

**Grafiek 2 Balanstotaal van de Nederlandse bancaire sector als % van het Nederlands bbp**



Bron: DNB, CBS.



De voortdurende consolidatieslag maakt een sterke positie op de kapitaalmarkten in toenemende mate belangrijk voor financiële instellingen. Via aandelen- en kapitaalmarkten kunnen namelijk op korte termijn middelen worden aangeboord om een overname te financieren. Tegelijkertijd maakt een hoge aandelenkoers een vijandige overname door een andere partij duur en daarmee zowel moeilijk als onaantrekkelijk. In lijn met de op dat moment geldende internationale trend, richten veel financiële instellingen zich daardoor in toenemende mate op het creëren van aandeelhouderswaarde. Beschermingsconstructies tegen vijandige overnames, die de zeggenschap van aandeelhouders beperken en daardoor vaak een drukkend effect op de koers hebben, worden in sommige gevallen verlicht. Ook de evolutie in opvattingen over goed ondernemingsbestuur (Code Tabaksblat) speelt een rol bij dit proces.

#### *Consolidatie en de toezichthouder*

Na de liberalisering van het structuurbeleid in 1990 is de invloed van DNB op de structuur van de financiële sector beperkt. Uiteraard is DNB wel nauw betrokken bij de ontwikkelingen in de sector, en faciliteert zij op grond van haar taken veranderingen die zij als bevorderlijk beschouwt voor de financiële stabiliteit. Ook wordt de inrichting van het toezicht aangepast aan de veranderende sector. Om te anticiperen op fusies tussen banken en verzekeraars sluiten DNB en de Verzekeringskamer in 1990 een samenwerkingsconvenant. In 2004 wordt het Twin Peaks-toezichtmodel geïntroduceerd. In dit model wordt het prudentieel toezicht op banken, verzekeraars en pensioenfondsen geïntegreerd bij DNB. Daarnaast is dit toezicht in één organisatie gecombineerd met de centrale bank. De lange traditie van een gecombineerde centrale bank en prudentieel toezichthouder wordt hiermee voortgezet en verder uitgebouwd. Belangrijk voordeel van deze combinatie is dat het toezicht op het financiële systeem als geheel wordt bevorderd.

Door de internationalisering van het financiële systeem zijn de marges versmald waarbinnen de toezichthouder opereert. Financiële instellingen kunnen ervoor kiezen bepaalde activiteiten naar het buitenland te verhuizen, waar zij onder een ander toezichtregime vallen. In het uiterste geval kan zelfs de gehele instelling naar het buitenland verhuizen.

Tot slot is het goed te benadrukken dat een aantal voordelen verbonden is aan het proces van consolidatie, vooral vanuit het oogpunt van diversificatie. De ervaringen met de hypotheek- en spaarbanken in de jaren tachtig hebben inzichtelijk gemaakt dat kleine banken met een beperkt productenpalet uiterst kwetsbaar kunnen zijn voor schokken in de omgeving. Meer gediversifieerde instellingen beschikken onder de meeste omstandigheden over een beter schokabsorberend vermogen. Daarnaast is voor instellingen een bepaalde schaalgrootte noodzakelijk, bijvoorbeeld om te kunnen investeren in professioneel risicomanagement.

### *De kredietcrisis*

In het voorjaar van 2007 dienen de eerste tekenen van de kredietcrisis zich aan. Als gevolg van het consolidatieproces in de jaren daarvoor is de Nederlandse financiële sector op dat moment sterker geconcentreerd, meer onderling verweven en in hoge mate internationaal georiënteerd. Toch zijn in eerste instantie de effecten van de crisis op de Nederlandse sector beperkt. De afschrijvingen van Nederlandse instellingen zijn relatief laag, en de vooruitzichten voor economische groei in Nederland blijven goed. Dit verandert in de tweede helft van 2008, wanneer de kredietcrisis in volle hevigheid losbarst. Het faillissement van Lehman Brothers veroorzaakt een grote schokgolf op de financiële markten, waarvan instellingen wereldwijd direct de gevolgen ondervinden.

De Nederlandse autoriteiten interveniëren grootschalig om de soliditeit van het financiële systeem te waarborgen. De meest grootschalige ingreep vindt plaats wanneer de Nederlandse Staat in oktober 2008 de Nederlandse onderdelen van Fortis overneemt, inclusief het retailbedrijf van ABN AMRO Nederland. ING, Aegon en SNS Reaal ontvangen kapitaalsteun. Eerder wordt een garantiefaciliteit voor middellange financiering van banken in het leven geroepen en de limiet van het depositogarantiestelsel verhoogd. In een later stadium neemt de Staat een groot deel van het risico op een portefeuille Amerikaanse hypotheke van ING over.

De crisis luidt een nieuwe fase in de evolutie van het Nederlands financieel stelsel in. Gewijzigde markttrends, overheidsinterventies en aanpassingen in regelgeving zullen het speelveld waarin Nederlandse instellingen opereren, aanzienlijk beïnvloeden. De volgende paragrafen gaan hier uitgebreider op in.

## **De structuur van de Nederlandse financiële sector**

### *Bankactiviteiten*

Als gevolg van het consolidatieproces sinds begin jaren negentig wordt eind 2008 meer dan 85% van de bancaire sector (naar balansgrootte) gevormd door vijf instellingen. De Nederlandse markt is daarmee één van de meest geconcentreerde in Europa, al hebben onder andere België en Finland een vergelijkbare concentratiegraad.<sup>10</sup>

Bankactiviteiten kunnen worden onderverdeeld in bankdiensten aan consumenten en kleine bedrijven – het ‘retailbankieren’ – en bankdiensten aan (middel)grote bedrijven, waaronder kapitaalmarkt- en zakenbankactiviteiten. De Nederlandse markt voor retailbankieren omvat bijna de helft van de opbrengsten van de bancaire sector (EUR 13 miljard in 2007). In vergelijking met omliggende landen wordt deze markt gekenmerkt door een laag kosten- en opbrengstenniveau. De lage kosten vallen gedeeltelijk te verklaren door de bevolkingsdichtheid van Nederland (bijna

<sup>10</sup> ECB (januari 2010), ‘Structural indicators for the EU banking sector’.

vier keer zo hoog als gemiddeld in de Europese Unie). Dit maakt het mogelijk met relatief weinig filialen een goed dekkend kantorennetwerk te realiseren, waardoor één bankkantoor relatief veel consumenten kan bedienen. De lage opbrengsten zijn onder andere het gevolg van de ten opzichte van andere Europese landen lage tarieven voor betaaldiensten. Nederlandse banken leggen in 2005 EUR 39 per hoofd van de bevolking toe op het betalingsverkeer en betaalrekeningen.<sup>11</sup> Daarnaast lijken de marges op Nederlandse hypotheekproductie in een internationale vergelijking iets onder het gemiddelde te liggen.<sup>12</sup>

Deze lage marges zijn een aanwijzing voor een aanzienlijke mate van concurrentie. Dit lijkt in eerste instantie opmerkelijk in het licht van de hoge concentratiegraad in de sector. Uit recent wetenschappelijk onderzoek blijkt echter dat in de financiële sector geen duidelijk negatief verband bestaat tussen concentratiegraad en concurrentie.<sup>13</sup> Daarentegen speelt het gemak waarmee buitenstaanders op de markt kunnen toetreden wel een rol bij het bevorderen van concurrentie. De Nederlandse markt is relatief gemakkelijk te betreden, omdat in veel gevallen geen eigen kantorennetwerk benodigd is. Zo kan spaargeld gemakkelijk digitaal worden aangetrokken dankzij de hoge penetratie van internetbankieren. Daarbij hebben nieuwe toetreders op de hypotheekmarkt dankzij het grote marktaandeel van tussenpersonen direct een groot afzetkanaal tot hun beschikking. Ook bij internationale marktpartijen staat het concurrentieniveau op de Nederlandse markt als hoog bekend.<sup>14</sup>

De markt voor zakelijk bankieren in Nederland wordt eveneens gekenmerkt door zowel lage kosten- als opbrengstenniveaus. Het relatief efficiënte kantorennetwerk speelt hierbij wederom een rol, net als het relatief lage percentage leningen aan het middenbedrijf, waar de marges relatief hoog zijn. Verder valt op dat Nederlandse multinationals de afgelopen tijd in toenemende mate door buitenlandse banken worden bediend. Op het gebied van zakenbankieren (kapitaalmarktactiviteiten, advies bij fusies en overnames) is de activiteit van de Nederlandse bancaire sector de afgelopen jaren gedaald. De overname van de zakenbankactiviteiten van ABN AMRO door RBS was hierbij een belangrijke factor. De resterende Nederlandse spelers hebben in deze markt een relatief bescheiden positie.

#### *Verzekeraars*

Ook de markt voor levensverzekeraars in Nederland is de afgelopen jaren geconsolideerd, waardoor begin 2010 zes grote partijen de markt bepalen. De Nederlandse levensverzekeringsector maakt een moeilijke periode door. De crisis heeft de beleggingsportefeuilles van de sector zwaar geraakt, hoewel in 2009 sprake is van enig herstel. Daarnaast valt de nieuwe verkoop van individuele levensverzekeringspolissen

<sup>11</sup> DNB (juli 2009), 'The Dutch Financial System: an investigation of current and future trends'.

<sup>12</sup> Cap Gemini (maart 2009), 'World Retail Banking Report 2009'.

<sup>13</sup> Claessens en Laeven (augustus 2003), 'What drives bank competition? Some international evidence'.

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld Moody's (juli 2009), 'Banking system outlook for the Netherlands'.

over 2009 met 27% terug. Voor deze forse daling zijn vier oorzaken aan te wijzen. Ten eerste heeft de economische neergang een drukkend effect op de verkoop van nieuwe polissen. Ten tweede zijn producten waarbij de polishouder zelf het beleggingsrisico loopt op haar investeringen aanmerkelijk minder populair dankzij de sterke daling van de aandelenmarkten tijdens de crisis. Ten derde beschadigt de woekerpolis-affaire het vertrouwen in de sector. Ten slotte brengt het zogenoemde banksparen nieuwe concurrentie voor levensverzekeraars in de markt voor fiscaal gefaciliteerde vermogensvorming.

Nederlandse schade- en zorgverzekeraars zijn minder hard door de crisis geraakt dan de levensverzekeringssector. De belangrijkste reden hiervan is gelegen in de relatief beperkte tijdspanne tussen het innen van premies en het uitkeren van claims. Als gevolg hiervan is de beleggingsportefeuille bescheidener en zijn de verliezen erop beperkter.

### *Pensioenfondsen*

Enkele zeer grote bedrijfstakpensioenfondsen bepalen het beeld van het Nederlandse pensioenstelsel. Daarnaast is een groot aantal kleinere fondsen actief. Het aantal pensioenfondsen loopt al enige tijd terug. Eind 1999 stonden nog 1.016 pensioenfondsen geregistreerd. Eind 2009 is dit aantal afgenomen tot 579. Een belangrijke factor achter deze ontwikkeling is het relatief hoge kostenniveau bij kleinere pensioenfondsen. Om schaalvergroting te realiseren, vinden onderlinge fusies tussen kleinere pensioenfondsen plaats. In andere gevallen heffen kleine pensioenfondsen zichzelf op en worden de pensioenregelingen ondergebracht bij een levensverzekeraar.

De crisis heeft de pensioenfondsen hard geraakt. Enerzijds is dit het gevolg van verliezen op de omvangrijke beleggingsportefeuille. Anderzijds zorgt de daling van de lange rentevoet ervoor dat de contante waarde van toekomstige verplichtingen tegenover deelnemers toeneemt. Als gevolg van deze ontwikkelingen raakten ongeveer 300 fondsen per eind 2008 in onderdekking. Deze fondsen hebben in het eerste kwartaal van 2009 een herstelplan geformuleerd ter verbetering van hun financiële positie. Daarnaast heeft de pensioensector in 2009 dankzij de positievere marktomstandigheden haar dekkingsgraad zien verbeteren.

## **De sector in beweging**

Een aantal door de kredietcrisis in gang gezette trends zal een structurele invloed hebben op de Nederlandse financiële sector. In veel gevallen is het nog niet duidelijk wat de precieze uitwerking zal zijn; dit hangt bijvoorbeeld af van nieuwe nationale en internationale wet- en regelgeving die nog niet is afgerond.

### *Overheidsinterventies en herstructurering*

De Nederlandse Staat heeft via zijn interventies tijdens de crisis substantiële belangen in de sector opgebouwd. Deze interventies waren noodzakelijk om de soliditeit van het financiële systeem te waarborgen, maar zijn bedoeld als tijdelijk. Een aantal instellingen heeft de verstrekte kapitaalsteun al gedeeltelijk terugbetaald, waarmee de eerste stappen in het terugtreden van de overheid zijn gezet. De schatkist heeft op dit gedeelte van haar investering een rendement tussen de 8,5% en 19,3% behaald. De overheid zal invloed kunnen uitoefenen op de structuur van de Nederlandse financiële sector via haar betrokkenheid bij een aantal financiële instellingen.

De door de Nederlandse Staat verstrekte overheidssteun is voor de Europese Commissie een reden structuurwijzigingen in de Nederlandse sector te eisen. Gesteunde instellingen worden in sommige gevallen gesommeerd onderdelen af te stoten, waardoor er in de nabije toekomst sprake zal zijn van deconsolidatie. Elders in Europa dwingt de Europese Commissie in meer of mindere mate ook deconsolidatie in de sector af. In de Verenigde Staten hebben de ingrepen van de autoriteiten juist geleid tot verdere consolidatie, waarbij zwakkere banken tijdens de crisis zijn overgenomen door sterkere.

### *Gewijzigde markttrends*

De kredietcrisis wijzigt de marktomstandigheden waaronder instellingen opereren, waardoor zij worden gedwongen tot een strategische heroriëntatie. Financiële markten vragen van banken hogere financiële buffers en beter inzicht in mogelijke risico's. Daarnaast zijn tijdens de crisis de markten voor sommige financiële producten, zoals securitisaties, opgedroogd. In reactie hierop richt een aantal Nederlandse instellingen zich meer op hun thuismarkt. Ze verkopen bepaalde buitenlandse bezittingen, bouwen risicovolle activiteiten (deels) af of kiezen voor een behoudender financieringsprofiel.

Daarnaast staat het model van de bankverzekeraar al langer, ook internationaal, ter discussie. Hoewel het model voordelen kan hebben, blijken deze zich niet altijd te hebben gematerialiseerd. Bank en verzekeraar zijn in veel gevallen als aparte ondernemingen blijven opereren, waardoor de beoogde verlaging van overheadkosten niet is behaald. De mogelijkheid verzekeringsproducten via bankkantoren te verkopen, is potentieel profijtelijk, maar wordt eveneens vaak niet volledig benut. Verder laat de crisis zien dat het argument van risicodiversificatie niet altijd opgaat, aangezien zowel banken als verzekeraars in deze crisis hard worden getroffen. Daarnaast biedt de derivatenmarkt de laatste jaren meer mogelijkheden voor banken en verzekeraars hun risicoprofiel onderling aan te passen, zonder daarvoor te hoeven fuseren tot één concern. In de jaren voorafgaand aan de crisis worden internationaal al enkele bankverzekeringcombinaties ontbonden. In Nederland heeft een aantal instellingen ook besloten tot een splitsing. Zo heeft ING besloten op termijn haar bank- en verzekeringsactiviteiten te splitsen. Rabobank kiest er voor de geplande

fusie met verzekeraar Eureko, waarin zij een aanmerkelijk belang bezit, voorlopig geen doorgang te laten vinden. Bij de aankoop van de Nederlandse onderdelen van Fortis komt de verzekeringsmaatschappij los te staan van de bankonderdelen, waarna haar naam wordt gewijzigd in ASR.

Tot slot is voor de levensverzekeringssector de dalende verkoop van nieuwe polissen een relevante markttrend. Als deze daling doorzet, leidt dit tot overcapaciteit in de sector. Hoewel het momenteel nog te vroeg is vast te stellen in hoeverre de gemeten krimp structureel danwel tijdelijk van aard is, is wel duidelijk dat een structurele krimp voor de levensverzekeringssector niet zonder gevolgen kan blijven. Een mogelijke aanpassing vanuit de sector is in dit geval een verlaging van het kostenniveau. Dit ligt hoger dan in omliggende landen, vooral vanwege de relatieve complexiteit van de aangeboden producten en het intensieve gebruik van tussenpersonen als afzetkanaal.<sup>15</sup>

### *Nieuwe regelgeving*

Ook nieuwe regelgeving van autoriteiten voor het bank- en verzekeringswezen zal een sterke invloed kunnen uitoefenen op de toekomstige structuur van de Nederlandse financiële sector. In reactie op de kredietcrisis wordt internationaal onder andere gesproken over nieuwe prudentiële regelgeving (zoals kapitaal- en liquiditeitseisen), structurele regelgeving (zoals een scheiding tussen banken op basis van bepaalde activiteiten) en resolutiemaatregelen in geval van een faillissement (zoals verdeling van de kosten).

Om te voorkomen dat het gelijke speelveld voor instellingen wordt verstoord, is internationale coördinatie van groot belang bij het vaststellen en implementeren van nieuwe maatregelen. Sommige voorstellen kunnen er bij implementatie toe leiden dat het financiële systeem weer meer langs nationale lijnen wordt vormgegeven. Hierbij kan worden gedacht aan de sterke restricties op afhankelijkheden tussen bankonderdelen in verschillende landen ('local autonomy'), waardoor internationale bankenconcerns meer een verzameling losstaande nationale banken worden en de synergiemogelijkheden tussen deze onderdelen afnemen. De Nederlandse bancaire sector heeft dankzij haar relatief kleine thuismarkt juist een belang bij het behalen van internationale synergie. Daarom zou dergelijk beleid het internationale gelijke speelveld ten nadele van Nederlandse instellingen kunnen beïnvloeden. Voor een gelijk speelveld tussen instellingen binnen Europa is daarnaast belangrijk dat vooral internationale financiële instellingen aan gelijk toezicht worden onderworpen en dat de toezichthouder alle relevante internationale informatie tot haar beschikking heeft. Dit pleit voor de centralisatie van het toezicht op dergelijke instellingen bij één Europese toezichthouder. Hierbij behoren ook duidelijke afspraken over verdeling van de kosten tussen landen bij het onverhoopte faillissement van een financiële instelling.

<sup>15</sup> DNB (2009), 'The Dutch Financial System: an investigation of current and future trends'.

## 4 Het werkkterrein van de toezichthouder

*Financiële instellingen staan onder toezicht. Hoe kan het dan dat instellingen soms te grote risico's nemen? En dat zij soms zelfs failliet gaan? Om beter zicht te krijgen op deze vragen, beschrijft dit hoofdstuk wat toezicht houden betekent, welke kaders gelden, en hoe DNB daarbinnen opereert. De toezichtkaders worden bepaald door de geldende wet- en regelgeving en de wijze waarop het toezicht is georganiseerd, nationaal en internationaal. De toezichtkaders zijn gericht op het terugbrengen van risico's, maar zullen die nooit volledig kunnen uitsluiten. De crisis heeft geleerd dat verbeteringen in de kaders nodig zijn. Hoe (verbeteringen in) de kaders van het toezicht tot stand komen, en welke partijen daarbij zijn betrokken, wordt eveneens beschreven in dit hoofdstuk.*

### Inleiding

Financieel toezicht is in Nederland georganiseerd langs twee pijlers: prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Het gedragstoezicht is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. De uitvoering van dit toezicht is belegd bij de AFM. Gedragsaspecten kunnen een sterke doorwerking hebben op de financiële gezondheid van instellingen. De eerste lijn voor het borgen van deze financiële gezondheid ligt bij het prudentieel toezicht. Dit toezicht is belegd bij DNB, en vormt het onderwerp van dit hoofdstuk. Hoewel daarbij vooral wordt ingegaan op de bancaire sector, heeft het grootste deel van het hoofdstuk betrekking op alle door het prudentiële toezicht van DNB bestreken sectoren, waaronder die van verzekeraars en pensioenfondsen.

## Prudentieel toezicht: risico's identificeren, inschatten en beheersen

### *Taken van het prudentieel toezicht*

Het prudentieel toezicht is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen en de stabiliteit van de financiële sector. De prudentiële regels beogen het risico te verkleinen dat een financiële onderneming niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Dit is niet alleen ter bescherming van het belang van de klant. Het bevordert tevens de stabiliteit van het financiële stelsel en het vertrouwen in de financiële sector. De belangrijkste wet voor het toezicht op onder meer banken en verzekeraars is de Wet op het financieel toezicht (Wft). De Wft is op 1 januari 2007 in werking getreden, en verving toen een groot aantal wetten die gericht waren op een specifieke sector. Het toezicht op pensioenfondsen is in afzonderlijke wetgeving vastgelegd.<sup>16</sup>

Toezicht begint in feite al bij de markttoetreding. Voordat instellingen op een financiële markt mogen opereren, en daarmee onder het reguliere toezicht vallen, moeten zij een horde nemen: het verkrijgen van een vergunning. Een financiële onderneming moet daarvoor aan een groot aantal voorwaarden voldoen. De twee toezichthouders op de bancaire sector zijn beide vanuit hun eigen taak betrokken bij deze toets, maar uiteindelijk verleent één van hen de vergunning. Welke toezichthouder dat is, is wettelijk vastgelegd en is gebaseerd op de vraag waar het zwaartepunt van het toezicht op de betreffende instelling ligt. Als instellingen activiteiten verrichten zonder de vereiste vergunning, onttrekken zij zich aan het toezicht, met alle ongewenste effecten van dien. Ook het opsporen van – en het nemen van maatregelen tegen – personen en instellingen die zich hieraan schuldig maken, behoort tot de taken van de toezichthouders.

Voor nadere informatie over de toetsing die DNB sinds 1989 uitvoert naar de (dagelijks) beleidsbepalers (veelal bestuurders) van onder toezicht staande financiële instellingen, zie hoofdstuk 8 'Corporate governance en toezicht'.

### *Risicomanagement: daar draait het om*

Risicomanagement staat in het toezicht centraal. Instellingen dienen hun risicomanagement goed op orde te hebben. DNB ziet daarop toe op basis van het toezichtkader (het samenstel van wettelijke bepalingen, beleidsregels en praktijk). Bij risicomanagement gaat het om de interne beheersorganisatie van een onderneming: op welke wijze wordt de onderneming bestuurd en worden risico's beheerst, wordt daarover verantwoording afgelegd en op de naleving ervan toegezien? Risicomanagement is een essentieel onderdeel van een beheerste en integere bedrijfsvoering. Het bankbedrijf is complex, en die complexiteit is sinds eind jaren negentig sterk toegenomen. Het risicoprofiel van een bank kan bovendien in zeer korte tijd ingrijpend veranderen, bijvoorbeeld als gevolg van ontwikkelingen op

<sup>16</sup> Er zijn nog enkele andere wetten, maar die zijn voor een analyse van de crisis minder relevant. Een overzicht is te vinden in Open Boek op de website van DNB: <http://www.dnb.nl/openboek/extern>.



financiële markten. Een bankier kan zijn oordeel over de risico's van zijn instelling niet uitsluitend vellen op basis van enkele kengetallen, maar hij zal zich ook moeten concentreren op de vraag of de bank goed is georganiseerd, of de interne controlemaatregelen toereikend zijn en of het risicomanagementsysteem op tijd de juiste signalen geeft. Voor een efficiënt en effectief toezicht is een beheerste bedrijfsvoering van groot belang. Een toereikend systeem van procedures en maatregelen waarborgt immers de kwaliteit van de primaire processen en behoedt de instelling voor het nemen van overmatige risico's.

Risicomanagement heeft ook een meer technische kant: welke risico's zijn er, hoe worden die ingeschat en op welke wijze kunnen deze worden teruggebracht tot aanvaardbare proporties? Het toezichtkader geeft onder andere aan hoe risico's moeten worden geïdentificeerd en gekwantificeerd, welke risico's op welke wijze moeten worden meegewogen bij de vaststelling van solvabiliteits- en liquiditeitseisen en voor welke risico's anderszins mitigerende maatregelen moeten worden getroffen.

Door de jaren heen is een ontwikkeling te zien in de mate waarin de toezichtregels zijn toegesneden op de aanwezige financiële risico's. Het tempo waarin dat gebeurt, verschilt sterk tussen de verschillende onderdelen van de financiële sector. Bij de banken is met de overgang van het kapitaalakkoord Bazel I naar Bazel II internationaal de stap gezet naar meer risicogebaseerde toezichtregels. De internationale wetgeving voor verzekeraars loopt op dit punt achter. Dit is ook het geval bij pensioenfondsen, wat kan worden verklaard doordat pensioenen een meer nationale aangelegenheid zijn, waarbij de mogelijkheden voor een Europese interne markt minder evident zijn. Het streven naar internationaal geharmoniseerde toezichtregels heeft in die sector tot op heden veel minder prominent op de agenda gestaan. In Nederland zelf is echter wel een belangrijke stap gezet naar een sterkere risico-oriëntatie met de introductie van het Financieel Toetsingskader (FTK), dat inmiddels onderdeel is van de per 1 januari 2007 in werking getreden Pensioenwet. De invulling van dit kader wordt als gevolg van de crisis aan een kritische evaluatie onderworpen.

Het FTK voor pensioenfondsen vloeit grotendeels voort uit een moderniseringstraject voor de toezichteisen die golden voor zowel pensioenfondsen als verzekeraars. Dit traject is aan het begin van de eeuw in gang gezet door de Pensioen- en Verzekeringkamer (PVK). De PVK is in 2004 gefuseerd met DNB. Waar het bij de pensioenfondsen daadwerkelijk tot aangepaste regelgeving heeft geleid, is het bij de verzekeringssector niet zover gekomen. Als één van de bezwaren bij eenzijdige invoering in Nederland werd in 2005 aangevoerd dat in Europees verband al een discussie op gang was gekomen over aanpassing van Solvency I, het niet-risicogebaseerde toezichtkader voor verzekeraars. Met het vooruitzicht van de invoering van Solvency II, en met het oog op de concurrentienadelen die de Nederlandse verzekeraars anders zouden ondervinden, is besloten het FTK voor verzekeraars niet in te voeren. In 2009 is de Kaderrichtlijn Solvency II vastgesteld, waarmee de contouren van het nieuwe risicogebaseerde toezichtkader voor verzekeraars vaststaan.

De Europese Commissie werkt nu aan de nadere uitwerking van de Kaderrichtlijn in uitvoeringsmaatregelen.

### *Risicogebaseerd toezicht*

Niet alleen de toezichtregelgeving, maar ook de uitvoering van het toezicht is meer en meer toegesneden op de risico's. DNB hanteert een risicogebaseerde aanpak om de beschikbare middelen daar in te zetten waar de netto risico's, na rekening te hebben gehouden met de interne beheersingsmaatregelen bij de instellingen, het grootst zijn.

Goed toezicht begint bij goede informatie. Voor adequaat risicogebaseerd toezicht is het essentieel over actuele en juiste informatie te beschikken. Alleen zo kan worden bepaald waar de (grootste) risico's liggen. Dit vereist dat de toezichthouders een gedegen kennis hebben over het reilen en zeilen van de instellingen. DNB baseert haar risico-analyses op een veelheid aan bronnen, zoals interne documentatie van de instellingen (strategische jaarplannen, financiële rapportages, beleidsrichtlijnen, procedures en management informatie), toezichtrapportages, gesprekken met het senior management en sleutelfunctionarissen van de instelling, notulen van Raden van Bestuur, Raden van Commissarissen en relevante (risico)commissies, eigen deelwaarnemingen en onderzoeken gericht op de identificatie van nieuwe risico's, rapporten van analisten en rating agencies, overleg met de externe accountant en overleg met collega-toezichthouders in binnen- en buitenland.

De wet voorziet in een ruime inlichtingenbevoegdheid. Naast de indiening van reguliere rapportages en het uit eigen beweging voldoen aan wettelijke meldingsplichten is een instelling verplicht op verzoek van DNB alle benodigde gegevens te verschaffen. Het strikte geheimhoudingsregime waaraan de financiële toezichthouders op basis van Europese regelgeving zijn gebonden, heeft tot doel de informatieverstrekking door instellingen aan de toezichthouder te beschermen. Financiële instellingen zijn er door de geheimhoudingsplicht zeker van dat hun bedrijfsgegevens niet door de toezichthouder openbaar kunnen worden gemaakt.

Veel van de door de toezichthouder verkregen informatie is daarom afkomstig uit de informatiesystemen van de instelling of van functionarissen van de instelling. Een alles omvattende verificatie door eigen waarneming van de toezichthouder is, zeker bij een grote instelling, onmogelijk. Een goed functionerend risicobeheer, een alerte interne controledienst en een adequate compliance-organisatie bij de instelling zullen tekortkomingen aan het licht brengen die ook dienen te worden gemeld aan de toezichthouder. De externe accountant doet daarnaast zijn eigen onderzoeken en legt bevindingen onder meer vast in de zogenoemde managementletter. Verder heeft de externe accountant de plicht de toezichthouder direct te informeren bij ernstige misstanden. Ook informatie van de AFM kan de noodzakelijke aanvulling of nuancering verschaffen. Desondanks blijft er altijd een afstand tussen de werkelijke feiten over de volle breedte van de instelling en wat de toezichthouder te weten komt.

Ter ondersteuning van de risico-oriëntatie in het toezicht heeft DNB in 2005, voortbordurend op eerdere modellen, de Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode (FIRM) ontwikkeld. FIRM is een geïntegreerde methode voor de analyse van risico's bij alle typen ondernemingen waarop DNB toezicht houdt. Risicoanalyses worden door de toezichthouders uitgevoerd om inzicht te krijgen in de risico's die samenhangen met de activiteiten die de instelling uitvoert en de mate waarin deze een bedreiging kunnen vormen voor de toezichtdoelstellingen. Deze aanpak draagt bij aan een zo efficiënt mogelijke allocatie van toezichtcapaciteit. De door DNB gehanteerde risicoanalysemethodiek richt zich vooral op de solvabiliteit en liquiditeit, organisatie en beheersing en op een integrale bedrijfsvoering.

Als onderdeel van de risico-oriëntatie richt DNB de toezichtinspanning ook op instelling- en sectoroverstijgende risico's. Instrumenteel daarbij is de in 2004 binnen DNB opgerichte divisie Financiële stabiliteit. Deze divisie heeft een coördinerende rol in het borgen van de financiële stabiliteit en brengt daartoe de expertise bij elkaar uit de verschillende onderdelen van DNB (micro-prudentieel toezicht, monetair en economisch beleid en onderzoek, betalingsverkeer, financiële markten, statistische informatieverzameling). Deze divisie is verantwoordelijk voor het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) dat DNB sinds december 2004 elk halfjaar uitbrengt. Het OFS bevat een integrale analyse van de actuele ontwikkelingen en risico's voor de financiële stabiliteit en beschrijft structurele onderwerpen die de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel raken. Het OFS kent een interne variant waarin beleidsaanbevelingen voor het uitvoerend toezicht worden geformuleerd. De totstandkoming van het OFS is één van de processen binnen DNB waarbij (de impact van) instelling- en sectoroverstijgende risico's in kaart worden gebracht. Onderdeel van dergelijke processen is de uitwisseling van informatie over actuele ontwikkelingen in de macro-economie, financiële markten, infrastructuur en bij instellingen. Daarnaast identificeert DNB jaarlijks bepaalde thema's als speerpunten voor het toezicht die zij sinds 2009 publiceert.

Een ander belangrijk instrument van het risicogebaseerde toezicht is stresstesting, dat door DNB al een aantal jaren wordt gebruikt als instrument voor het financiële stabiliteitsbeleid en het prudentiële toezicht. In het lopende toezicht wordt van instellingen gevraagd dat zij regelmatig stresstesten uitvoeren in het kader van hun risicobeoordeling (micro-stresstesten). De uitkomsten daarvan worden door de toezichthouder naast andere informatie gelegd zodat deze zich een oordeel kan vormen over de stabiliteit van de instellingen en eventueel benodigde toezichtmaatregelen. Daarnaast wordt – vooral de grotere – instellingen met enige regelmaat gevraagd deel te nemen aan macro-stresstesten als onderdeel van de macro-prudentiële analyse. Bij macro-stresstesten berekenen de instellingen de effecten van uniforme scenario's op hun uitzettingen. DNB toetst daarbij of de berekeningen voldoende recht doen aan de ernst van de macro-economische scenario's. Deelname aan dit proces is vrijwillig en vindt plaats in een dialoog met de

instellingen. Het draagt bij aan het risicobewustzijn van de instellingen en aan het inzicht van DNB in de financiële risico's. De uitkomsten van de macro-stresstest geven een algemeen beeld van het weerstandvermogen van de financiële sector. Wanneer nadien in het toezicht vervolg wordt gegeven aan de resultaten van de macro-stresstesten past DNB echter maatwerk toe. Dit betekent dat het risicoprofiel en de risicomitigerende elementen, inclusief de kapitalisatie, bij iedere instelling afzonderlijk worden beoordeeld, waarbij de uitkomst van de macro-stresstest één van de informatiebronnen is.

#### *Voorkomen is beter dan genezen...*

Ongelukken voorkomen staat voorop in het toezicht. Het preventieve toezicht richt zich op normnaleving, zoals het voldoen aan de financiële eisen en een adequate en integere bedrijfsvoering. Dit begint met communicatie en normoverdracht aan instellingen, brancheorganisaties en het publiek. Door instellingen en hun vertegenwoordigende koepels te informeren over de toezichtkaders en -aanpak worden zij zich bewuster van risico's en eisen, wat bijdraagt aan de normnaleving. Daarnaast stelt DNB beleidsregels, good practices en Vragen & Antwoorden ('Q&A') op die verduidelijken hoe zij de wet interpreteert en toepast en wat de gevestigde uitvoeringspraktijk is.

Als onderdeel van preventie, speelt de rapportage van toezichtbevindingen aan de onder toezicht staande instellingen een belangrijke rol. In sommige gevallen is een dergelijke rapportage uitdrukkelijk vastgelegd. Zo volgt uit het kapitaalakkoord Bazel II (pijler 2), als neergelegd in de hierop gebaseerde Europese en Nederlandse wet- en regelgeving, dat DNB ten minste jaarlijks per bancaire instelling het zogenoemde Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) doorloopt. Doelstelling van de SREP-evaluatie is vast te stellen dat een bank haar solvabiliteitsbeheer op orde heeft en over voldoende kapitaal beschikt ten opzichte van de risico's die voortvloeien uit haar activiteiten. Een SREP-evaluatie bestaat uit verschillende onderdelen, waaronder de evaluatie van het solvabiliteitsbeheer van een financiële onderneming, de evaluatie van de kapitaaltoereikendheid van de financiële onderneming en een analyse van zo nodig door de toezichthouder te nemen maatregelen (waaronder mogelijk een additionele solvabiliteitsbeheer). Een SREP-evaluatie mondt uit in een interne terugrapportage met onder meer een overzicht van aanbevelingen en toezichthoudermaatregelen. De uitkomsten van de SREP-evaluaties worden, na een brede interne review, gepresenteerd aan de instelling en in een brief vastgelegd.

#### *... maar als het moet, kan worden ingegrepen*

DNB publiceert samen met de AFM een handhavingsbeleid. Daarin is beschreven hoe beide toezichthouders omgaan met niet-normconform gedrag bij enerzijds onder toezicht staande instellingen en anderzijds instellingen die zich aan het toezicht onttrekken, zogenaamde illegale instellingen. Wanneer een onder toezicht staande onderneming niet direct gevolg geeft aan de toezichtbevindingen voert DNB in de regel eerst een normoverdragend gesprek of stuurt zij een waarschu-

wingsbrief. In veel gevallen leidt dit tot het gewenste doel, namelijk normconform gedrag. Als dit niet helpt, kan de toezichthouder de correctie afdwingen door gebruik te maken van de repressieve handhavinginstrumenten die de wet haar heeft gegeven; zoals het opleggen van een bestuurlijke boete of last onder dwangsom, het geven van een aanwijzing, het aanstellen van een stille curator, het aanvragen van de noodregeling en het intrekken van de vergunning. Omdat overtreding van een aantal bepalingen uit de financiële toezichtwetgeving eveneens is aangemerkt als een economisch delict, kan de toezichthouder ook aangifte doen bij het Openbaar Ministerie.

#### *De focus van de toezichthouder*

Ook in de uitvoering van het toezicht hanteert DNB een risicogebaseerde aanpak. De uitgangspunten van deze aanpak zijn gepubliceerd in de Visie DNB toezicht 2006-2010. De Visie DNB toezicht voor de periode 2010-2014 bouwt voort op het fundament dat met de eerste Visie DNB toezicht is gelegd en bevat lessen voor het prudentiële toezicht die DNB trekt uit de kredietcrisis. De Visie beschrijft hoe DNB haar doelen als toezichthouder zo effectief en efficiënt mogelijk kan realiseren.

Toezicht is niet opgezet om alle risico's volledig uit te sluiten. De onzekere toekomst maakt dit ook onmogelijk. Een dergelijk doel zou tevens strijdig zijn met onze vrijemarkteconomie, waarbij ruimte voor particulier initiatief een noodzakelijke voorwaarde is. Het nemen van risico's hoort bij dit economische model. Het past daarin niet achter elke bestuurder een toezichthouder te plaatsen – feit is dan ook dat de capaciteit van de toezichthouder beperkt is. De instelling is primair verantwoordelijk voor haar financiële gezondheid en zij dient over goed functionerende controle- en toezichtorganen te beschikken. Daarnaast hebben consumenten een eigen verantwoordelijkheid voor het maken van een risicoafweging bij het afnemen van financiële producten. Gegeven deze primaire verantwoordelijkheid van de instellingen en de eigen verantwoordelijkheid van de consument hanteert DNB in het toezicht de volgende uitgangspunten:

- *Marktgerichtheid.* De prudentiële toezichthouder neemt geen plaats op de stoel van de financiële bestuurder, maar bewaakt de kaders waarbinnen deze opereert. Ook vanuit een macroperspectief dient goed toezicht marktwerking te faciliteren en daarmee een efficiënte allocatie van productiemiddelen te bevorderen. Het toezicht werpt geen onnodige belemmeringen op voor ondernemers om financiële producten en diensten aan te bieden en hun bedrijfsvoering naar eigen inzicht te organiseren.
- *Effectiviteit.* De toezichthouder zoekt voortdurend naar het gebruik van toezichtinstrumenten die het meest bijdragen aan het gewenste toezichtresultaat.
- *Efficiëntie.* De toezichtactiviteiten worden met zo min mogelijk kosten gerealiseerd. Bij het nastreven van efficiëntie wordt opgepast dat geen verschuiving van kosten optreedt, bijvoorbeeld wanneer een verlaging van de kosten die de

toezichthouder maakt, leidt tot hogere administratieve lasten en nalevingsverplichtingen voor de financiële instellingen.

- *Proportionaliteit.* De ingrijpendheid van het toezicht staat in redelijke verhouding tot het belang dat ermee wordt gediend. Dit vergroot de acceptatie van het toezicht door de maatschappij en de instellingen. Dit uitgangspunt vloeit bovendien voort uit de algemene beginselen van behoorlijk bestuur. Proportionaliteit betekent dat geen zwaarder middel wordt ingezet dan nodig, maar betekent ook het inzetten van steeds zwaardere middelen teneinde het toezichtdoel te bereiken.
- *Transparantie.* De toezichthouder is zoveel mogelijk transparant over zijn handelen, ten opzichte van zowel de onder toezicht staande ondernemingen als het publiek. Transparantie draagt bij aan het draagvlak voor het toezicht en voor (nieuwe) toezichtnormen en bevordert spontane normnaleving. Daarnaast draagt transparantie bij aan de verantwoording over de uitvoering van de toezichttaak.
- *Onafhankelijkheid.* De toezichthouder neemt een onafhankelijke positie in door zonder (de schijn van) belangenverstrengeling tot objectieve oordelen te komen. Bovenstaande uitgangspunten liggen ten grondslag aan het handelen van DNB als toezichthouder.

### *Bestuursorgaan*

DNB is een bestuursorgaan en dient steeds binnen de kaders van het recht te handelen. De inzet van bepaalde toezichtinstrumenten kan vergaande gevolgen hebben. Voor het merendeel van die instrumenten geldt dat de rechter pas na de inzet van het instrument over de toelaatbaarheid ervan kan oordelen; de genoemde vergaande gevolgen hebben zich dan al voorgedaan. Op DNB, zoals op elk bestuursorgaan, rust dan ook de plicht zorgvuldig met de inzet van haar bevoegdheden om te gaan. DNB moet elk ingrijpen kunnen motiveren. Ingrijpen op basis van alleen een ongemakkelijk gevoel of zorgen van algemene aard zou tot willekeur leiden en is onvoldoende grond in te grijpen. Bij al haar handelen dient DNB zich te houden aan de toepasselijke nationale en internationale regelgeving, waaronder algemene bestuursrechtelijke normen, zoals de algemene beginselen van behoorlijk bestuur.

### *Risico's zullen altijd blijven bestaan*

De maatschappij en de politiek maken afwegingen over meer of minder toezicht, meer of minder zekerheid en meer of minder ingrijpen in de marktorde. Hier kan zich een spanningsveld voordoen tussen wat de maatschappij en de politiek willen bereiken aan vermindering van risico's in de financiële sector en de (financiële) middelen en instrumenten die men bereid is daarvoor in te zetten. De moeilijkheid is dat de mate van risicoaversie niet goed valt te bepalen. De mate van risicoaversie is bovendien in de tijd niet constant. Gegeven de uitgesproken reacties op de problemen bij grote financiële instellingen, het verstrekken van overheidssteun en het omvallen van bijvoorbeeld het IJslandse Landsbanki, lijkt de risicotolerantie in de

samenleving thans beduidend lager dan waaraan kan worden voldaan met de anno 2010 aan het toezicht gealloceerde middelen. Een groot maatschappelijk vertrouwen in het financiële systeem, gevoed door jarenlange afwezigheid van incidenten, kan er paradoxaal genoeg toe leiden dat men de mogelijkheden overschat van de toezichthouder in het voorkomen van déconfitures.

## **Totstandkoming toezichtregelgeving**

### *Positie Nederlandse wet- en regelgeving*

Het toezichtkader wordt gevormd door (inter)nationale wet- en regelgeving en DNB is net als de AFM betrokken bij de ontwikkeling en bijstelling ervan. De wetgeving bepaalt de taken van de toezichthouders, het type instellingen waarop beide toezichthouders toezicht houden, de normen waaraan de onder toezicht staande instellingen moeten voldoen en de instrumenten die de toezichthouders ter beschikking staan. De toezichthouders hebben, door hun ervaring met de werking van regels in de praktijk, een signalerende en initiërende rol bij het opstellen of aanpassen van wetgeving door de Minister van Financiën en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Door de jaren heen is steeds meer regelgeving vastgesteld op Europees niveau. Daaraan voorafgaand spelen mondiale gremia vaak een prominente rol in de ontwikkeling van de kaders voor financiële ondernemingen. Dit hangt samen met de ontwikkeling naar een mondiale en Europese financiële markt en daarmee gepaard gaande internationalisering van de activiteiten van financiële instellingen. Nederland is van oudsher een handelsland en sterk in financiële dienstverlening. De Nederlandse sector concurreert op de wereldmarkt met internationale financiële instellingen. Nederland had en heeft als klein land met een open economie een groot belang bij harmonisatie en naleving van internationale en Europese regels. Nederland kent dan ook een pro-Europese traditie en hecht groot belang aan eerlijke concurrentieverhoudingen. Harmonisatie van regelgeving stimuleert niet alleen gelijke concurrentieverhoudingen, maar beperkt ook toezichtarbitrage. Zonder harmonisatie zouden internationaal opererende ondernemingen uit een land met relatief soepele toezichteisen hun diensten goedkoper kunnen aanbieden, en daardoor een oneigenlijk concurrentievoordeel hebben. Om aantrekkelijk te zijn voor ondernemingen krijgen landen daardoor een prikkel hun toezichteisen te verlagen. Dit zou kunnen uitmonden in een ‘race to the bottom’, met lage toezichteisen en risico’s voor financiële stabiliteit. Internationale harmonisatie van het niveau van toezicht bevordert daarom een gelijk speelveld voor internationaal opererende financiële ondernemingen. Een geheel gelijk speelveld zal daarbij waarschijnlijk nooit worden gerealiseerd. Ten eerste zal er vermoedelijk altijd sprake blijven van verschillen in nationale wetgeving, zoals verschillen in de fiscale stelsels. Daarnaast



laat regelgeving altijd een zekere interpretatieruimte, die toeneemt naarmate regelgeving een meer principle based karakter krijgt.

Besluitvorming in de internationale gremia, zowel mondiaal als Europees, is het resultaat van onderhandelingen, die worden beïnvloed door nationale belangen en belangen van de onder toezicht staande sector. Bij afspraken in internationaal verband moet consensus worden bereikt tussen veel spelers. Dit betekent dat de doorlooptijd van nieuwe regelgeving soms lang is en dat niet altijd de voor de Nederlandse omstandigheden optimale variant tot stand komt. Het internationale onderhandelingsproces schept echter ook mogelijkheden om door een hoge kwaliteit van de inbreng de invloed te vergroten.

Het Europese regelgevingsproces ten aanzien van de financiële sector is vastgelegd in de zogenoemde Lamfalussy-structuur. Met deze specifieke beslissingsstructuur is de Europese besluitvorming over regelgeving voor de financiële sector zo gestroomlijnd dat snelle(re) aanpassing aan nieuwe ontwikkelingen mogelijk is. De Lamfalussy-structuur onderscheidt vier niveaus, en legt daarbij de mandaten vast van de verschillende betrokken partijen:

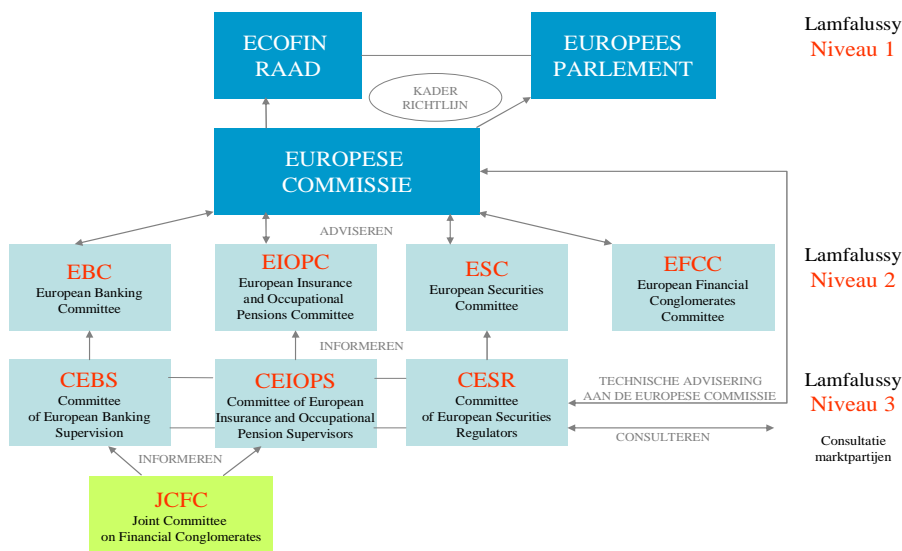
- Niveau 1: kaderrichtlijn. Op niveau 1 worden principes vastgelegd in een kader-richtlijn. De Europese Commissie is verantwoordelijk voor het signaleren van nieuwe ontwikkelingen en de noodzaak voor regelgeving. De Commissie heeft daartoe het recht van initiatief tot het doen van voorstellen bij de Raad van de Europese Unie en het Europees Parlement voor Europese richtlijnen (en verordeningen) met betrekking tot de financiële sector.
- Niveau 2: de uitvoeringsmaatregelen. Uitvoeringsmaatregelen worden opgesteld in de vorm van Europese richtlijnen of verordeningen. Richtlijnen dienen te worden vertaald in nationale wetten, verordeningen hebben directe werking. De op niveau 1 vastgestelde kaderrichtlijn wordt op niveau 2 door vertegenwoordigers van ministeries nader uitgewerkt in uitvoeringsmaatregelen op basis van een tekstvoorstel van de Europese Commissie. De opstelling van de ministeries is daarbij mede gebaseerd op advies van – en overleg met – de relevante toezicht-houders en op de inschatting van de gevolgen voor de eigen nationale sector.
- Niveau 3: de uitvoerbaarheid in de toezichtpraktijk. De toezichthouders vormen niveau 3. Zij adviseren niveau 1 (de Europese Commissie) over de uitwerking van de regels met het oog op de uitvoerbaarheid. Daarnaast maken de toezichthouders op niveau 3 onderling afspraken over convergentie van de toezichtpraktijk en over grensoverschrijdende samenwerking. DNB neemt op dit niveau deel aan het Committee for European Banking Supervisors (CEBS), het Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS), en het Joint Committee on Financial Conglomerates (JCFC). De AFM heeft zitting in het Committee of European Securities Regulators (CESR).
- Niveau 4: controle op implementatie. Niveau 4, tot slot, maakt de cirkel rond. De Europese Commissie heeft de taak te controleren of de lidstaten de (kader) richtlijnen en uitvoeringsmaatregelen adequaat hebben geïmplementeerd. Door



de Europese Commissie gesignaleerde verschillen in implementatie kunnen aanleiding zijn wijzigingen door te voeren. Niveau 2 en 3 kunnen ongevraagd adviezen geven aan de Europese Commissie om bepaalde door de regelgeving veroorzaakte verschillen in het toezicht aan te pakken.

De Lamfalussy-structuur is hieronder schematisch weergegeven.

**Figuur 1 Lamfalussy-structuur**



Bron: FMA.

Het Verdrag van Lissabon, dat op 1 december 2009 in werking is getreden, heeft de democratische controle op Europese besluitvorming versterkt, ook die van de nationale parlementen. Wetgevingsvoorstellen van de Europese Commissie worden, gelijktijdig met het ter besluitvorming voorleggen aan het Europees Parlement en de Raad, toegezonden aan de nationale parlementen. Indien minimaal een derde van de nationale parlementen meent dat niet is voldaan aan het subsidiariteitsbeginsel, kunnen deze via een zogenoemde gele kaart procedure de Europese Commissie vragen haar voorstellen te heroverwegen. Daarnaast kunnen de nationale parlementen via de ‘oranje kaart procedure’ (initiatief van Nederland) aanpassingen van Commissievoorstellen verlangen als minimaal de helft van de nationale parlementen zich achter deze voorstellen tot aanpassing schaart. Wanneer de Europese Commissie daar dan geen gevolg aan geeft, kunnen het Europees Parlement en de

Raad van de Europese Unie besluiten het voorstel niet langer in behandeling te nemen.

Los van de in het Verdrag van Lissabon verankerde bevoegdheden van de nationale parlementen, wordt het parlement in Nederland door de regering geïnformeerd. Met betrekking tot nieuwe voorstellen van de Europese Commissie voor beleid en regelgeving worden door een interdepartementale werkgroep zogenoemde BNC-fiches (Beoordeling Nieuwe Commissievoorstellen) opgesteld van de inhoud en doelstelling van alle relevante voorstellen, met een inschatting van hun consequenties voor Nederland, voor de Europese Unie en voor ontwikkelingslanden, en wordt een eerste Nederlands standpunt voor de onderhandelingen in Brussel weergegeven. Deze fiches worden ter goedkeuring voorgelegd aan de ministerraad en binnen maximaal zes weken na publicatie van de nieuwe Commissievoorstellen toegezonden aan de Eerste en Tweede Kamer en aan de Nederlandse leden van het Europees Parlement. Daarnaast ontvangt de Tweede Kamer op het terrein van de financiële sector van de Minister van Financiën de (geannoteerde) agenda's en de verslagen van de Ecofin (de Raad van de Europese Unie voor Economische en Financiële Zaken). Deze worden door de Tweede Kamer geagendeerd voor Algemeen Overleg met de Minister van Financiën voorafgaand aan de desbetreffende Ecofin-vergaderingen.

Ook mondiaal is sprake van fora waarin toezichthouders samenkomen. Belangrijk verschil met het Europese niveau is dat de mondiale gremia formeel geen onderdeel uitmaken van een wetgevingsproces zoals de Lamfalussy-structuur. Zij kunnen uitsluitend aanbevelingen doen, die vervolgens via Europese of nationale wetgeving bindend kunnen worden verklaard, al dan niet in aangepaste vorm. Het bekendste voorbeeld van een dergelijk mondiaal forum is het Bazels Comité (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), een mondiaal forum van bancaire toezichthouders. Het Bazels Comité stelt zich ten doel de samenwerking tussen toezichthouders te vergroten en de kwaliteit van het bancaire toezicht te versterken. Daartoe ontwikkelt het Bazels Comité zo effectief en consistent mogelijke methoden en standaarden voor het internationale banktoezicht. De brede samenstelling van dit forum, dat in 2009 verder is uitgebreid tot 27 landen, maakt zijn aanbevelingen invloedrijk (zie voor dit gremium nader hoofdstuk 6 'De Bazelse akkoorden nader bekeken'). Het vergelijkbare forum voor verzekeraars is de IAIS (International Association of Insurance Supervisors), dat in 1994 is opgericht en sindsdien snel is gegroeid. De IAIS richt zich onder meer op de ontwikkeling van wereldwijde standaarden op het gebied van de solvabiliteitstoetsing van verzekeraars. Haar rol in de totstandkoming van Europese wet- en regelgeving is echter veel beperkter, net zoals dat van het IOPS (International Organisation of Pension Supervisors) op het terrein van pensioenen.

Op mondiaal niveau zijn het Financial Stability Board (FSB, tot april 2009 het Financial Stability Forum) en het Committee on the Global Financial System (CGFS) de belangrijkste gremia voor onderwerpen op het terrein van financiële

**Tabel 1 Internationale toezichtfora**

Sector	Mondiaal	Europees
Banken	BCBS – Basel Committee on Banking Supervision	CEBS – Committee for European Banking Supervisors
Verzekeraars	IAIS – International Association of Insurance Supervisors	CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors
Pensioenfondsen	IOPS – International Organisation of Pension Supervisors	CEIOPS – Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors
Effecteninstellingen	IOSCO – International Organization of Securities Commissions (AFM zitting namens Nederland)	CESR – Committee of European Securities Regulators (AFM zitting namens Nederland)
Cross-sectoraal	Joint Forum	JCFC – Joint Committee on Financial Conglomerates
Financiële stabiliteit	FSB – Financial Stability Board CGFS – Committee on the Global Financial System	ESRB – European Systemic Risk Board (in oprichting)

stabiliteit. Leden van het FSB zijn de Ministeries van Financiën, centrale banken en toezichthouders van de belangrijkste economieën (G20 plus o.a. Nederland), alsmede standaardsetters (zoals het Bazels Comité, IOSCO en IASB) en internationale organisaties (zoals IMF, BIS en OESO). Het CGFS wordt gevormd door centrale banken. DNB participeert in zowel het FSB, als het CGFS. Het FSB was van oudsher een vrij informeel forum. Het FSB ontwikkelde zich in het eerste jaar van zijn bestaan tot een coördinator van de initiatieven van de verschillende standaardsetters op het gebied van financiële stabiliteit. Het FSB heeft een paraplu-functie waaronder de verschillende voor financiële stabiliteit relevante thema's samenkomen. Het CGFS is, net als het Bazels Comité, bij de Bank for International Settlements ondergebracht. Het CGFS monitort ontwikkelingen in het internationale financiële stelsel, is alert op potentiële bronnen van stress en bevordert verbeteringen in functioneren en stabiliteit van de financiële markten.

*Nationale aanscherpingen in regelgeving mogelijk*

Het toezichtraamwerk zoals dat is vastgesteld in Europese richtlijnen betreft in de regel geen maximum maar een minimum harmonisatie van regelgeving. In dergelijke

lijke gevallen bestaat op nationaal niveau ruimte aanvullende regels te stellen. Door invulling van de nationale discreties en aanvulling van het raamwerk van minimum harmonisatie waar dat nodig wordt gevonden, kan de nationale wetgever een stempel op de van oorsprong Europese regelgeving drukken. In Nederland is die ruimte bij de implementatie van de Europese richtlijn waarin het kapitaalakkoord Bazel II is vastgelegd niet benut. Deze keuze sluit aan bij het eerdergenoemde inherente belang van Nederland bij internationale harmonisatie en het totstandbrengen van een level playing field. Daar komt bij dat in Nederland vanaf het begin van de 21<sup>e</sup> eeuw een trend is ingezet om nauwer aan te sluiten bij de Europese richtlijnen en aanvullende regels daarom achterwege te laten; dit is ook wel aangeduid als ‘geen goldplating’ of ‘geen nationale koppen op Europese regels’. Achterliggende gedachte is dat goldplating leidt tot administratieve lasten of nalevingslasten en, opnieuw, tot verstoring van de internationale concurrentieverhoudingen. Door de keuze geen aanvullende nationale eisen te stellen, worden de minimum normen in het Europese raamwerk zodoende onder de Wft dé norm.

#### *Bewegingsruimte toezichthouder binnen toezichtregelgeving*

DNB is binnen de kaders die de wet stelt in een aantal gevallen bevoegd nadere regelgeving op te stellen in de vorm van algemeen verbindende voorschriften; zogenaamde toezichthouderregels. Door (wettelijk verplichte) consultatie wordt informatie verkregen over de bedoelde en onbedoelde effecten van de voorgenomen regelgeving en over de kwaliteit (onder meer doeltreffendheid, houdbaarheid, uitvoerbaarheid en duidelijkheid). Ook draagt consultatie bij aan het in kaart brengen van verschillende betrokken belangen en het identificeren van draagvlak voor de regelgeving. Tijdens deze consultatieprocedures wordt door de vertegenwoordigingen van onder toezicht staande instellingen met grote regelmaat het belang van de internationale concurrentiepositie van Nederland(se instellingen) onder de aandacht gebracht.

Dit alles neemt niet weg dat de toezichtregelgeving in een beperkt aantal gevallen enige discretionaire ruimte laat voor toezichthouders, die ook door DNB wordt benut. DNB heeft in het verleden onder andere op de volgende terreinen zelf nadere eisen gesteld: (i) de invoering van regels voor derivaten en securitisaties, (ii) de introductie van het liquiditeitstoezicht (waarbij vele zogenaamde off-balance sheet exposures, zoals securitisaties in de liquiditeitstoetsing, werden meegenomen alsof zij nog gewoon op de balans stonden) en (iii) de macro-stresstest. Hoofdstuk 5 ‘Financiële innovatie en toenemende complexiteit’ gaat in op de regelgeving rond derivaten en securitisaties en op het liquiditeitstoezicht.

De ruimte voor DNB zelf algemeen verbindende voorschriften te stellen, is met de invoering van de Wft ingeperkt ten opzichte van de situatie zoals die vóór 1 januari 2007 bestond. De wetgever wilde met de invoering van de Wft het niveau van regelgeving ook in de financiële toezichtwetgeving beter laten aansluiten bij rechtstatelijke uitgangspunten zoals het primaat van de wetgever, de gescheiden verantwoordelijkheden van regelgever en uitvoerder en de democratische controle

op de regelgeving. De wetgever heeft daarbij gekozen voor een getrappt delegatiestelsel, zoals dat in Nederland gebruikelijk is bij de toekenning van regelgevende bevoegdheden aan een zelfstandig bestuursorgaan. Onder de Wft kan bij algemene maatregel van bestuur regelgevende bevoegdheid aan DNB worden gedelegeerd voor onderwerpen die technisch of organisatorisch van aard zijn of samenhangen met uitvoering.

## **De internationale organisatie van het toezicht**

### *Home state control en het Europees paspoort*

Financiële instellingen zijn in verschillende landen tegelijkertijd actief. Om te voorkomen dat bepaalde onderdelen van internationale financiële ondernemingen aan de aandacht van toezichthouders ontsnappen, zijn duidelijke afspraken nodig over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen nationale toezichthouders. Daarnaast is het van belang dat toezichthouders hun activiteiten coördineren, informatie uitwisselen en elkaar tijdig op de hoogte brengen van mogelijke problemen bij bepaalde onderdelen van internationaal opererende banken. Het open karakter van de Nederlandse economie maakt Nederland gevoelig voor internationale ontwikkelingen; dit geldt bij uitstek voor de financiële stabiliteit en de soliditeit van Nederlandse instellingen. Als open economie heeft Nederland belang bij goede internationale afspraken over het toezicht op grensoverschrijdende financiële instellingen en de naleving daarvan.

Financiële ondernemingen, waaronder banken, kunnen op drie manieren hun diensten aanbieden in een ander land: via een juridisch zelfstandige dochter, via een bijkantoor of via grensoverschrijdende dienstverrichting (zonder fysieke aanwezigheid in het land waar de diensten worden aangeboden). In alle gevallen moeten de verantwoordelijkheden van de betrokken toezichthouders duidelijk zijn. Een leidend principe voor het Europees toezicht is het principe van home state control, dat begin jaren negentig is geïntroduceerd in het kader van de totstandbrenging van de interne markt. Home state control houdt in dat de toezichthouder in het land van vestiging (home state) verantwoordelijk is voor het prudentiële toezicht op de gehele bank, inclusief haar bijkantoren in andere lidstaten, behalve op enkele zeer beperkte terreinen waar de bevoegdheden uitdrukkelijk zijn toegekend aan de toezichthouder in de lidstaat van ontvangst (host state). Dit laatste geldt voor het liquiditeitstoezicht; zo is de verantwoordelijkheid voor het liquiditeitstoezicht van een bijkantoor uitdrukkelijk toegekend aan de toezichthouder in de lidstaat van ontvangst. Dit houdt nauw verband met het monetaire beleid, dat nog bij de individuele lidstaten van de Europese Unie berustte toen in 1989 het principe van home state control werd ingevoerd. Het volledig bij de toezichthouder in de lidstaat van vestiging concentreren van het liquiditeitstoezicht zou het monetaire beleid in de lidstaat van ontvangst kunnen verstoren. Aan het principe van home

state control is het principe van het Europese paspoort gekoppeld; op basis van de vergunning verkregen in de lidstaat van vestiging mogen banken in andere staten van de Europese Economische Ruimte (EER; de 27 landen van de Europese Unie plus Noorwegen, IJsland en Liechtenstein), vrij grensoverschrijdend diensten verrichten of een bijkantoor vestigen. Achterliggende gedachte is dat dit een logisch uitvloeisel is van het feit dat de toezichtregels in de EER zijn geharmoniseerd. Het systeem is vanwege die minimum-harmonisatie gebaseerd op wederzijdse erkenning van het toezicht in andere EER-lidstaten.

Anders dan bijkantoren, zijn buitenlandse dochters zelfstandige juridische entiteiten, gevestigd in een andere lidstaat dan de moeder en daarom onderworpen aan het toezicht van de lidstaat van ontvangst. De autoriteiten van deze lidstaat zullen – zij zijn daartoe wettelijk verplicht – deze dochter behandelen als een juridisch zelfstandige binnenlandse instelling. De autoriteiten van de lidstaat van vestiging van het hoofdkantoor van de bank (home state) en die in de andere lidstaten waar een dochter is gevestigd, dienen zich nadrukkelijk rekenschap te geven van elkaars verantwoordelijkheden en de eventuele toezichtmaatregelen die ieder van hen treft of voornemens is te treffen. Er is echter geen formele verdeling van verantwoordelijkheden tussen toezichthouders op een bank en haar dochters; een voortdurende samenwerking is nodig tussen de autoriteiten uit de diverse landen waar een dergelijke bank juridisch is gevestigd.

Crisis zijn de ultieme test of de ordening ‘werkt’. In crisissituaties – als de tijd beperkt is, de risico’s (van een faillissement) acuut zijn en financiële lasten moeten worden verdeeld – kan de samenwerking tussen lidstaten onder druk komen. Lidstaten kunnen dan geneigd zijn voor het eigen belang te kiezen en mogelijk maatregelen nemen die ten koste gaan van de bank als geheel. Dat de toezichtautoriteiten in de diverse lidstaten uiteindelijk een nationaal mandaat hebben en via hun Minister verantwoordelijkheid verschuldigd zijn aan de nationale parlementen zal hierbij zeker een rol spelen.

### *Supervisory colleges*

Een recente bijdrage aan de verdere coördinatie en samenwerking van toezichthouders op grensoverschrijdende instellingen betreft de zogenoemde colleges van toezichthouders (‘Colleges of Supervisors’). De voorstellen voor wijziging van de Europese bankenrichtlijn en de voorstellen voor Solvency II schrijven voor dat colleges moeten worden opgericht voor alle grensoverschrijdende groepen in de EER. De verplichting een college op te richten voor kleine groepen dient proportioneel te worden geïmplementeerd. In de praktijk betekent dit dat colleges worden opgericht voor grote en internationaal actieve instellingen met het oog op verbetering van de effectiviteit van het toezicht op de groep en daarmee de financiële stabiliteit in de landen waarin de groep actief is. Lidmaatschap van het college staat open voor iedere prudentiële toezichthouder op een dochteronderneming of op een significant bijkantoor van deze groep waar bank- of verzekeringsactiviteiten worden uitgeoefend. Deelname door een land buiten de EER is niet mogelijk indien

geheimhouding van – of toegang tot – relevante informatie niet wordt gewaarborgd door de autoriteiten uit het derde land. Vooruitlopend op de inwerkingtreding van de wijzigingen in de Europese bankenrichtlijn op 31 december 2010 heeft het CEBS in december 2008 besloten een lijst van banken op te stellen waarvoor vóór eind 2009 een college moest zijn opgericht. Voor DNB als home toezichthouder staan ING en Rabobank op deze lijst. De colleges voor deze instellingen zijn inmiddels opgericht. Bovendien participeert DNB in verschillende colleges voor andere grensoverschrijdend opererende instellingen. De formele instelling van dit soort organen doet er niet aan af dat DNB ook voorheen actief contacten onderhield met buitenlandse toezichthouders.

#### *De adviezen van De Larosière*

Begin 2009 heeft een commissie onder leiding van de voormalige gouverneur van de Banque de France Jacques de Larosière in opdracht van de Europese regeringen een advies gepubliceerd over de toekomstige inrichting van het Europese toezicht. De commissie deed de aanbeveling zowel het micro-prudentiële toezicht op banken en verzekeraars als het macro-prudentiële toezicht te versterken. Eind 2009 hebben de Europese regeringen dit advies grotendeels overgenomen. Besloten is tot de oprichting van een European Systemic Risk Board, dat systeemrisico's zal analyseren en op grond daarvan risicowaarschuwingen en beleidsaanbevelingen zal afgeven. Daarnaast worden de drie bestaande Europese comités van toezichthouders – CEBS, CEIOPS en CESR – omgevormd tot drie Europese toezichtautoriteiten, die aanvullende taken en bevoegdheden krijgen. Deze autoriteiten gaan niet direct toezicht houden op financiële ondernemingen, maar zullen bindende technische standaarden uitvaardigen, bindend besluiten bij onenigheid tussen nationale toezichthouders en crisismaatregelen coördineren. De voorstellen voor deze nieuwe toezichtarchitectuur zijn eind 2009 ter goedkeuring voorgelegd aan het Europees Parlement. Wanneer het Europees Parlement zijn goedkeuring heeft gegeven, zal zo snel mogelijk met de nieuwe architectuur van start worden gegaan.

### **De Nederlandse organisatie van het toezicht: het Twin Peaks-model**

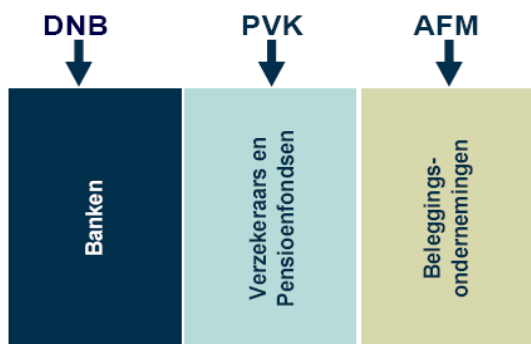
#### *Kanteling van het toezicht: het functionele toezichtmodel*

DNB heeft niet alleen internationaal, maar ook in Nederland te maken met andere toezichthouders. De belangrijkste hiervan is de AFM. Sinds 2004 is het toezicht op de financiële sector in Nederland gestructureerd volgens het zogenoemde Twin Peaks-model. Deze benaming slaat vooral op de functionele scheiding die het Nederlandse toezichtmodel kent: DNB is verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht, de AFM is verantwoordelijk voor het gedragstoezicht. Twee andere belangrijke kenmerken van het model zijn de integratie van het systeemtoezicht en het prudentieel toezicht in één organisatie en het cross-sectorale toezicht; er is niet één toezichthouder per sector, maar elke toezichthouder oefent zijn toezicht

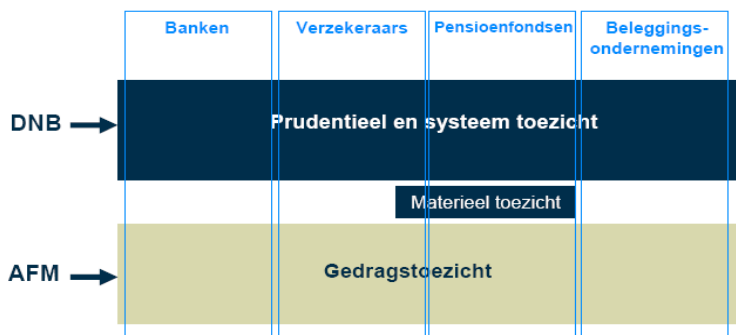
uit op alle onder toezicht staande sectoren. De inwerkingtreding van de Wft en de Pensioenwet op 1 januari 2007 vormde het formele sluitstuk van de overgang van een sectoraal toezichtmodel naar een functioneel toezichtmodel. De kanteling van het toezicht is schematisch weergegeven in figuur 2.<sup>17</sup>

**Figuur 2 Kanteling van het toezicht**

**Het oude model van sectoriaal toezicht**



**Het nieuwe model van functioneel toezicht**



Mede door de ervaringen gedurende de kredietcrisis krijgt het Twin Peaks-model in een aantal landen navolging. In België, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Portugal, Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Zweden worden sectorale toezichthouders gefuseerd tot cross-sectorale toezichthouders of worden de banden aangehaald tussen centrale bank en (bancaire) toezichthouders.

<sup>17</sup> Materieel toezicht is het toezicht op de naleving van normen die niet prudentieel of gedragstypisch van aard zijn. Voorbeelden zijn normen met betrekking tot de relatie tussen de pensioenuitvoerder en de deelnemer (uitgezonderd de normen inzake de communicatie met de deelnemer die tot het terrein van het gedragstoezicht horen).

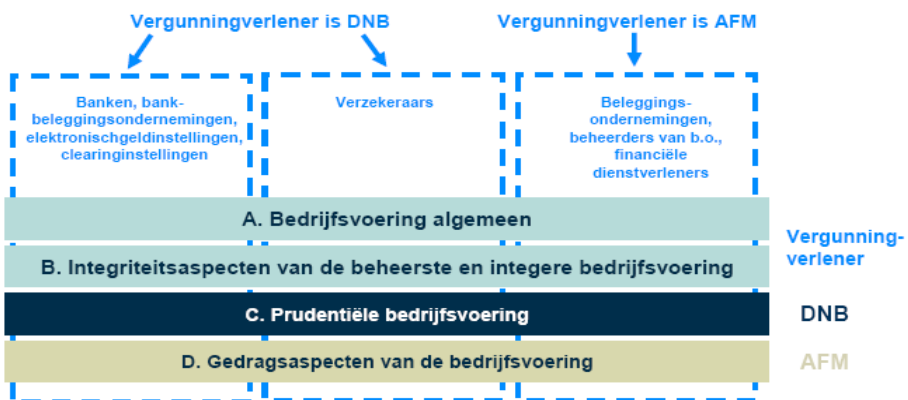


*DNB en AFM: prudentieel toezicht en gedragstoezicht*

Met de splitsing van het toezicht in een prudentieel deel en een gedragdeel werden expliciet de onderliggende verschillen in karakter erkend van deze twee soorten toezicht. DNB stuurt veel achter de schermen bij, omdat het bekend worden van haar acties de prudentiële problemen bij de desbetreffende instelling vanwege vertrouwensverlies zou kunnen verergeren. DNB heeft immers vooral de financiële stabiliteit van het systeem en de soliditeit van individuele instellingen in het vizier. De toezichtstrategie van DNB is daarom gericht op een doorlopende relatie met de instelling door middel van reguliere rapportages en on-site inspecties. De AFM zoekt juist vaker de openbaarheid om in lijn met haar doelstelling consumenten te waarschuwen tegen ondeugdelijke financiële producten. De AFM gaat meer thematisch te werk en grijpt in naar aanleiding van een incident of klacht of aan de hand van een steekproef. De tweedeling van het toezicht draagt bij aan heldere en eenduidige mandaten die het risico beperken dat een toezichttaak ondergesneeuwd raakt bij andere toezichttaken.

Eerste vereiste in een dergelijk model is een goede samenwerking tussen de twee toezichthouders: problemen die met het gedragstoezicht te maken hebben, kunnen zich snel tot een prudentieel probleem ontwikkelen. Een terrein waarop het raakvlak tussen het gedragstoezicht en het prudentieel toezicht bij uitstek tot uitdrukking komt, is het toezicht op de bedrijfsvoering waaronder de integriteitsaspecten daarvan (zie figuur 3). De verantwoordelijkheidsverdeling voor het toezicht op die bedrijfsvoeringsaspecten die niet gedragstypisch of prudentieel van aard zijn, is in lijn met de verantwoordelijkheidsverdeling voor de markttoetreding. Welke toezichthouder verantwoordelijk is voor de markttoetreding wordt bepaald door de vraag waar het zwaartepunt van het toezicht op de desbetreffende instellingen ligt. Die toezichthouder is vervolgens ook eerstverantwoordelijk voor het toezicht op algemene aspecten

**Figuur 3 Functioneel toezicht op de bedrijfsvoering**



en integriteitsaspecten van de bedrijfsvoering. Het toezicht op de bedrijfsvoering van pensioenfondsen behoort uitsluitend tot de verantwoordelijkheid van DNB.

Een goede samenwerking is niet alleen van belang vanwege de raakvlakken tussen gedragstoezicht en prudentieel toezicht; het voorkomt ook overlap en lacunes in het toezicht. AFM en DNB hebben hiertoe afspraken vastgelegd in een convenant.<sup>18</sup> Het eerste convenant stamt uit 2002. In 2004 en 2007 zijn herziene versies door AFM en DNB vastgesteld. Bij de herziening uit 2004 is in het bijzonder rekening gehouden met de ervaringen van de (representatieve organisaties van) onder toezicht staande financiële ondernemingen en van de eigen organisaties zoals die bleken uit een in september 2002 gehouden evaluatie van het convenant. Doel van de herziening was de samenwerking tussen DNB en AFM zo vorm te geven dat het toezicht zo effectief mogelijk is, en geen onnodig zware last wordt gelegd op de onder toezicht staande instellingen. Daartoe zijn werkafspraken gemaakt die erin voorzien dat instellingen niet twee toezichthouders op bezoek krijgen over het hetzelfde onderwerp. In 2007 is het convenant uitgebreid met afspraken over de samenwerking bij het toezicht op accountantsorganisaties en pensioenfondsen. Omdat de wetgever een aantal van de afspraken in het voorgaande convenant inmiddels in wet- en regelgeving had vastgelegd, is ervoor gekozen het nieuwe convenant een meer principle based opzet te geven.

### *Cross-sectoraal toezicht*

Het niet langer langs sectorale lijnen inrichten van het toezicht vermindert de overlap en de blinde vlekken in het toezicht. Dit argument telt extra zwaar voor de Nederlandse situatie, gelet op de hoge mate van verwevenheid tussen de verschillende financiële sectoren. Een voorbeeld hiervan zijn bankverzekeraars, die de afgelopen jaren goed waren voor een aanzienlijk deel van de financiële activiteit. Bij sectoraal toezicht zou er in een dergelijk geval één organisatie toezicht houden op het bankdeel van een financiële instelling en één organisatie op het verzekeringsdeel van diezelfde financiële instelling. In een dergelijk model is aandacht voor de samenhang tussen verschillende bedrijfsonderdelen en intraconcernrisico's volledig afhankelijk van informatie-uitwisseling en samenwerking tussen de twee sectorale toezichthouders. Een andere verandering waarvoor een cross-sectorale toezichthouder beter is toegerust dan een sectorale is het feit dat steeds meer financiële producten een hybride karakter hebben. Denk bijvoorbeeld aan de beleggingshypothek die uit een hypotheeklening, een levensverzekering en een investering in een beleggingsfonds bestaat. Cross-sectoraal toezicht is beter in staat de risico's samenhangend met de dwarsverbanden tussen sectoren in kaart te brengen en arbitragerisico's door verschillen in regelgeving te voorkomen. Tevens maximaliseert een sectoraal geïntegreerde toezichthouder de schaalvoordelen in het toezicht; het maakt het makkelijker specialistische kennis te ontwikkelen en over te dragen.

<sup>18</sup> Het convenant is te vinden in Open Boek op de website van DNB; <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/all/40-159959.html>.

*DNB en DNB: toezichthouder en centrale bank*

Gegeven de sterke concentratie van het Nederlandse financiële stelsel, bestaan er belangrijke raakvlakken en synergievoordelen tussen:

- de rol van DNB als hoedster van de stabiliteit van het financiële systeem als geheel en het prudentiële toezicht op individuele instellingen;
- het door DNB uitgeoefende toezicht op betalingssystemen (oversight) en het prudentiële toezicht;
- de rol van DNB als lender of last resort en die van toezichthouder.

Daarnaast heeft DNB nog andere taken. Zij ziet (met de AFM) toe op de naleving van de Sanctiewet 1977 met betrekking tot het financiële verkeer en zij is verder bijvoorbeeld uitvoerder van het depositogarantiestelsel.

DNB is als centrale bank verantwoordelijk voor onder meer het zogenoemde systeemtoezicht. Dit volgt uit de Bankwet en weerspiegelt de taken die in het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap zijn toegewezen aan het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) waarvan DNB integrerend deel uitmaakt. Het systeemtoezicht is gericht op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel, waarbij het doel is te voorkomen dat (financiële) problemen bij één financiële onderneming overslaan naar andere partijen op de financiële markten. Het prudentieel toezicht kent dan ook een belangrijke samenhang met het systeemtoezicht; in geconcentreerde financiële systemen is het moeilijk, zo niet onmogelijk, een heldere scheidslijn tussen beide te trekken. Voorts bestaat synergie tussen het prudentieel toezicht en het toezicht (oversight) op de betalingssystemen, dat door centrale banken wordt uitgevoerd. De betrouwbaarheid van het betalingsverkeer hangt immers direct samen met de gezondheid van de eraan deelnemende banken. Ook de combinatie van lender of last resort en toezichthouder leidt tot synergievoordelen. Een institutionele scheiding tussen toezichtinformatie over individuele banken (bij de toezichthouder) en de middelen om op basis van deze informatie in noodsituaties liquiditeitssteun te kunnen bieden (de lender of last resort rol van de centrale bank) werkt niet goed. Wanneer deze informatie zich niet onder één dak bevindt, kan dit leiden tot coördinatieproblemen, en daarmee tot vertraagd ingrijpen en mogelijk tegenstrijdige uitlatingen en handelingen van betrokken autoriteiten.

Het toezicht kan profiteren van de kennis over macro-economische ontwikkelingen, marktontwikkelingen en risicomanagement die de centrale-bankkant traditioneel heeft. Voorts kan door informatie uit de centrale-bankonderdelen beter rekening worden gehouden met de wisselwerking tussen de gedragingen van instellingen en de economie. Niet alleen in 'normale tijden' bestaan over en weer synergieën tussen de toezichthoudertaken en de centrale-bankactiviteiten, die synergieën zijn a fortiori duidelijk geworden tijdens de kredietcrisis. Een financiële crisis kent vele dimensies: zoals liquiditeits- of solvabiliteitsproblemen bij één of meer instellingen in combinatie met verstoringen op financiële markten en in het betalingsverkeer. Informatie en expertise van de kant van toezicht, betalingsverkeer, financiële markten, macro-economie en financiële stabiliteit is bij een geïntegreerde centrale bank

en toezichthouder onder één dak aanwezig. Door de combinatie van informatie en expertise kan DNB in tijden van crisis snel schakelen. Zo heeft DNB tijdens de kredietcrisis ondervonden dat de meerwaarde van informatie uit het betalingsverkeer en financiële markten voor het toezicht groot is, aangezien reguliere liquiditeitsrapportages onder dergelijke crisisomstandigheden te sterk achterlopen.

Bij een geïntegreerde centrale bank en prudentieel toezichthouder kan er sprake zijn van governanceproblemen indien doelstellingen interfereren. Een dergelijk interferentie zou kunnen ontstaan tussen het bevorderen van de schokbestendigheid van individuele instellingen en het bevorderen van de efficiëntie van het financiële stelsel. Doordat dergelijke onderwerpen binnen de geïntegreerde organisatie op transparante wijze inzichtelijk worden, schept dit een goede uitgangspositie voor heldere besluitvorming terzake. Verder wordt in de literatuur wel gewaarschuwd voor de situatie waar reguliere toezichttaken kunnen interfereren met de monetaire doelstellingen. Bedacht moet worden dat dit zich evenzeer zal kunnen voordoen in het geval de centrale bank en de prudentieel toezichthouder twee gescheiden organisaties zijn. Dit risico is voor DNB als onderdeel van het Eurosysteem bovendien minder relevant dan voor een gecombineerde prudentiële toezichthouder en centrale bank met exclusieve verantwoordelijkheid voor monetaire beleidsbeslissingen die geen onderdeel van dit systeem is.

#### *De positie van DNB*

De governance van DNB is geregeld in de Bankwet 1998, die in overeenstemming is met het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap. DNB voert haar taken op het gebied van monetair beleid en betalingsverkeer uit als onderdeel van het ESCB. De president van DNB beslist als lid van de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) mee over het monetaire beleid. In deze Raad zitten de presidenten van alle centrale banken van het eurogebied en de directie van de ECB. De Raad van Bestuur komt in de praktijk tweemaal per maand bijeen. Geheel onafhankelijk besluit deze Raad wat het beste monetaire beleid is voor de eurolanden als geheel. De centrale-bankpresidenten behartigen het gezamenlijk Europese belang. Hun besluiten staan los van nationale en politieke belangen.<sup>19</sup>

#### *Wie bewaakt de wachters?*

DNB is voor haar toezichttaken een zelfstandig bestuursorgaan (ZBO) en verantwoording verschuldigd aan de Minister van Financiën en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. De opzet en wijze van verantwoording is wettelijk vastgelegd in de Bankwet 1998, de Wft en de Pensioenwet. De conceptbegroting voor het toezicht wordt ter consultatie voorgelegd aan panels van representatieve vertegenwoordigingen van onder toezicht staande instellingen. De begroting van DNB wordt goedgekeurd door haar Raad van Commissarissen. Die onderdelen van de

<sup>19</sup> Zie voor een nadere omschrijving van de taken die krachtens het Verdrag aan het ESCB zijn opgedragen: ECB (april 2009) 'de Europese Centrale Bank, het Eurosysteem, het Europees Stelsel van Centrale Bank', [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb\\_nl\\_webnl.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_nl_webnl.pdf).

begroting die zien op de uitoefening van ZBO-taken, behoeven de instemming van eerdergenoemde Ministers. Tevens publiceert DNB een jaarverantwoording waarin wordt uiteengezet op welke wijze zij haar ZBO-taken heeft uitgeoefend en welke doelstellingen tegen welke kosten zijn gerealiseerd. Binnen de wettelijke kaders is DNB ook als toezichthouder onafhankelijk in haar opereren. De Ministers kunnen echter, vanuit hun eindverantwoordelijkheid voor het toezicht, ingrijpen wanneer de toezichthouder buiten zijn bevoegdheden treedt of zijn taak ernstig verwaarloost. De Ministers kunnen ook onderzoek (laten) doen naar de toereikendheid van de wet of de wijze waarop DNB (en AFM) haar taak uitvoert. Onder meer naar aanleiding van de overname van ABN AMRO in 2007, de ondergang van Landsbanki (Icesave) in 2008 en het faillissement van DSB in 2009 zijn onderzoeken ingesteld.

## 5 Financiële innovatie en toenemende complexiteit

*Tijdens de crisis is het vertrouwen van marktpartijen ernstig ondermijnd door de intransparantie van het financiële systeem en de onzekerheid over waar welke risico's waren neergeslagen. Deze onzekerheid werd niet alleen veroorzaakt door de complexiteit van nieuw ontwikkelde financiële producten, maar ook door de toegenomen verwevenheid van niet onder toezicht staande instellingen met de rest van het financiële systeem. Dit hoofdstuk beschrijft hoe de kracht van financiële innovatie tijdens hoogconjunctuur, een zwakte kan blijken in crisistijd en hoe het toezicht hier de afgelopen jaren mee is omgegaan.*

### **Inleiding**

In de financiële sector vindt continu innovatie plaats. Nieuwe financiële producten worden ontwikkeld, nieuwe marktpartijen worden opgericht en nieuwe markten ontstaan. Financiële innovaties hebben doorgaans belangrijke welvaartsverhogende aspecten. Dankzij financiële innovatie is bijvoorbeeld het afsluiten van een hypotheek voor veel gezinnen goedkoper geworden en is de diversiteit aan spaar- en beleggingsproducten enorm toegenomen. Met een druk op de knop kunnen beleggers wereldwijd investeren in beleggingen met nagenoeg iedere denkbare combinatie van risicoprofiel en looptijd.

Financiële innovaties kennen echter ook een keerzijde. In de afgelopen decennia is de complexiteit en verwevenheid van het financiële stelsel als gevolg van financiële innovaties sterk toegenomen. Zo leidt het toegenomen gebruik van derivaten en securitisatieconstructies ertoe dat financiële instellingen langs verschillende kanalen sterker met elkaar verbonden zijn, iets wat door geringe transparantie niet altijd zichtbaar is. Mede vanwege het beperkte zicht op de samenhang tussen markten en financiële instellingen functioneerde de risicobewaking door marktpartijen onvoldoende. Tijdens de crisis hebben onder toezicht staande financiële instellingen als

gevolg hiervan substantiële verliezen geleden op bijvoorbeeld complexe financiële producten als kredietderivaten en securitisaties.

De kernvragen van dit hoofdstuk luiden: Hoe is de ontwikkeling van financiële innovaties geweest? Welke (nieuwe) spelers verschenen er op het toneel? Hoe werden door marktpartijen en door de toezichthouder de risico's van complexe producten beoordeeld?

## **De opkomst van complexe financiële producten**

Financiële innovaties hebben vanaf het begin van deze eeuw een enorme vlucht genomen, gedreven door de niet aflatende zoektocht naar meer rendement en de voortschrijdende deregulering van de financiële markten. Ook de wens toezicht-eisen te omzeilen, speelde een stimulerende rol. Het actief opzoeken van de grenzen van het toezicht is op zichzelf gezien geen nieuw fenomeen, maar gebeurde in de jaren voorafgaand aan de crisis bovengemiddeld veel. Een typerend voorbeeld was het securitiseren en overboeken van uitzettingen van het traditionele bankenboek (met langdurig aangehouden leningen) naar het handelsboek, waar lagere kapitaal-eisen gelden vanwege de veronderstelling dat posities binnen tien dagen kunnen worden verkocht. Een ander voorbeeld is het gebruik van 364-daagse liquiditeitsfaciliteiten voor securitisaties, waardoor banken de kapitaaleisen probeerden te vermijden die bestonden voor liquiditeitsfaciliteiten met een looptijd vanaf één jaar. Ook probeerden sommige instellingen een kapitaalvoordeel te verkrijgen door gebruik te maken van de verschillen in het sectorale toezicht. Deze vorm van toezichtarbitrage leidde bijvoorbeeld tot transacties tussen banken en verzekeraars met als oogmerk een verlichting van de kapitaaleisen. Ditzelfde effect ging uit van de overdracht van risico's naar niet-gereguleerde partijen zoals hedgefondsen, waarbij het zicht op deze risico's nog eens werd bemoeilijkt vanwege de intransparantie van deze sector.

Andere economische ontwikkelingen die hebben bijgedragen aan de opkomst van complexe financiële producten zijn de trend van fusies en overnames, die zich vanaf begin jaren negentig heeft voorgedaan, en de steeds verdergaande integratie van de financiële markten. Grote financiële instellingen kunnen zich over het algemeen immers beter de inspanningen getroosten die nodig zijn voor de ontwikkeling van complexe producten, dan kleine. Deregulering en de totstandkoming van de Europese Monetaire Unie (EMU) hebben als een katalysator gewerkt door de integratie van financiële markten te bevorderden en één Europese concurrerende financiële omgeving te creëren. Behalve betere en goedkopere dienstverlening aan de consument, geeft concurrentie instellingen immers ook een prikkel op zoek te gaan naar alternatieve, innovatieve methoden om meer winst te maken.

Een niet te verwaarlozen factor achter de opkomst van deze financiële producten is de vooruitgang op het gebied van informatie- en communicatietechnologie. Hier-

door werd de ontwikkeling van nieuwe producten mogelijk terwijl de operationele kosten ervan afnamen door toegenomen volumes en standaardisering. Technologische vooruitgang stimuleerde ook het kwantitatieve, op modellen gebaseerde risicobeheer, wat de opkomst van complexere financiële producten mogelijk maakte. Tot slot ging de opkomst van financiële producten hand in hand met een wereldwijde toename van de totale schuld ten opzichte van het nationale inkomen. Hierdoor stijgt bij particulieren, bedrijven en overheden de verhouding tussen geleend geld en eigen vermogen, waardoor de rol en afhankelijkheid van de financiële sector in de totale economie toeneemt.

Complexe financiële producten vervullen een essentiële functie in de beheersing en spreiding van financiële risico's. Een kenmerk van complexe financiële producten als securitisaties en kredietderivaten is dat zij risico's overdraagbaar maken en daardoor kunnen worden gebruikt om risico's te spreiden. Zo kan een exporteur valutarisico's afdekken door een derivaat te kopen waarmee hij toekomstige dollarbetalingen kan omwisselen tegen de huidige koers in euro. Dit vermindert zijn financiële onzekerheid doordat fluctuaties in zijn inkomsten als gevolg van wisselkoersschommelingen worden beperkt. Een ander voorbeeld is dat een bank illiquide hypotheekleningen securitiseert en vervolgens verkoopt om daarmee de kredietrisico's verbonden aan deze hypotheekleningen aan derden over te dragen ('originate-to-distribute model'). Op deze manier worden nieuwe financieringsbronnen aangeboord en creëert de bank ruimte voor nieuwe investeringen.

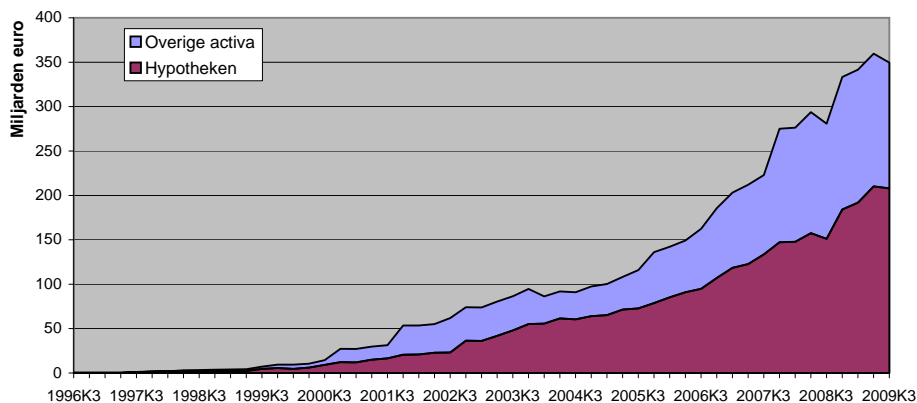
In een omgeving waarin marktpartijen voortdurend op zoek zijn naar rendement, worden complexe financiële producten ook gebruikt voor speculatiedoeleinden, bijvoorbeeld door professionele marktpartijen als hedgefondsen. Juist vanwege hun eigenschap risico's af te splitsen en verhandelbaar te maken, kunnen derivaten en andere complexe producten ook in de omgekeerde richting worden gebruikt om risico's te concentreren. Daarbij is de hefboomwerking, het met een geringe investering opbouwen van een grote risicopositie, bij veel derivaten een risicoversterkende factor.

Eén van de meest in het oog springende financiële ontwikkelingen van het afgelopen decennium was de opkomst van securitisatie, waarmee traditionele bancaire kredieten konden worden herverpakt in verhandelbare effecten met een op dat moment gunstig risicoprofiel en een aantrekkelijk rendement. Al in de jaren zeventig vonden in de Verenigde Staten de eerste hypotheeksecuritisaties plaats, georganiseerd door de Amerikaanse overheid. In de jaren tachtig werden ook securitisaties van andere activa populair, waarbij in 1987 de eerste collateralized debt obligation (CDO) werd verhandeld. In Europa volgden de ontwikkelingen met enige vertraging: de eerste securitisaties vonden plaats in het Verenigd Koninkrijk eind jaren tachtig, en de eerste Nederlandse hypotheeksecuritisatie kwam in 1996 tot stand. De snelle groei daarna maakte dat de omvang van de uitstaande securitisaties van Nederlandse hypotheekleningen per eind 2009 ruim EUR 200 miljard bedroeg, terwijl de totale omvang



van de Nederlandse securitisatiemarkt uitkwam op ongeveer EUR 350 miljard. Grafiek 1 geeft de groei weer van de balans van special purpose vehicles (SPVs) die worden gebruikt bij het securitiseren en overdragen van leningen. Wereldwijd stond eind 2009 voor een kleine EUR 9.000 miljard aan securitisaties uit.

**Grafiek 1 Balanstotaal van Nederlandse special purpose vehicles**



Bron: DNB.

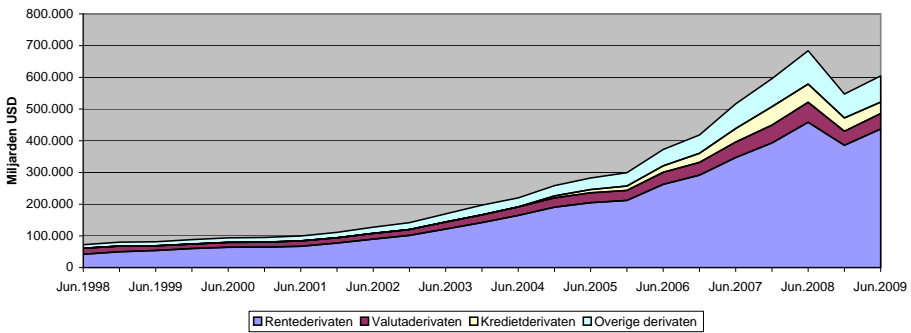
Naast de securitisatiemarkt nam ook de derivatenmarkt sterk in omvang toe. Derivaten maken al sinds lange tijd deel uit van het financiële instrumentarium van banken en beleggers: aan de beurs van Chicago wordt al sinds 1848 in graanfutures gehandeld. De wereldwijde markt voor derivaten die niet via de beurs worden verhandeld, maar over-the-counter (OTC), is sinds begin deze eeuw sterk gegroeid (grafiek 2). Medio 2008 stond voor ongeveer USD 450.000 miljard aan rentederivaten uit, gemeten op basis van de som van de onderliggende waarden, ruim een verachtvoudiging in de afgelopen tien jaar. De markt voor kredietderivaten, die zich pas sinds eind jaren negentig is gaan ontwikkelen, nam over de afgelopen vijf jaar met een factor vijf toe tot een omvang van ongeveer USD 50.000 miljard.

Financiële innovatie heeft allerhande gestructureerde producten opgeleverd. Hieronder volgt een korte uiteenzetting van de belangrijkste complexe financiële instrumenten die zijn afgeleid van wisselkoersen, grondstofprijzen, aandelenkoersen of rentetarieven, de zogenoemde derivaten.

#### *Forwards, futures, swaps en opties*

Met een forward contract kunnen partijen in een toekomstige (ver)kooptransactie zich verzekeren van een vaste transactieprijs en het risico afdekken van toekomstige

**Grafiek 2** Nominale waarde wereldwijde OTC derivaten (gebaseerd op som onderliggende waarden)



Bron: BIS.

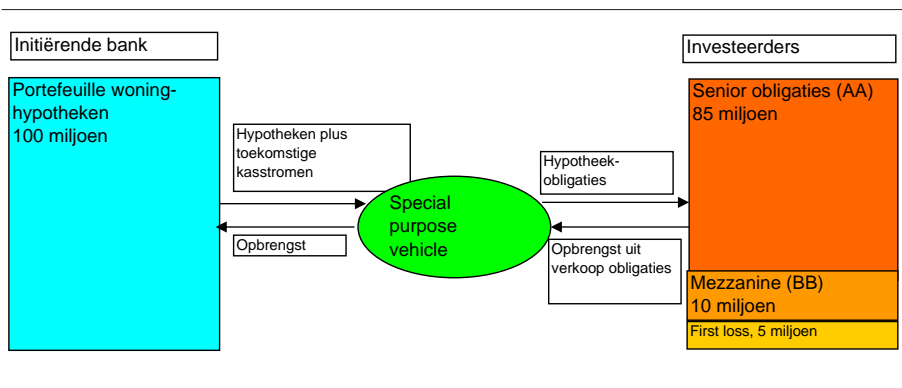
prijsschommelingen. Een graanboer die bij het zaaien al zeker wil zijn van een gegarandeerde prijs bij het oogsten, kan bijvoorbeeld een forward contract afsluiten. Een bekende variant van een forward contract is de future. Kenmerkend voor futures is dat de contracten zijn gestandaardiseerd en op een beurs worden verhandeld. Door middel van onderpandvereisten worden tussentijdse waardeschommelingen verrekend. Op deze manier wordt al een voorschot genomen op de verwachte betaling bij uitvoering van het contract, waardoor het risico vermindert dat de tegenpartij van de future na afloop in gebreke blijft. Een valutaswap is een variant van een futurecontract waarbij bescherming wordt verkregen tegen valutaschommelingen. Dit speelt bij toekomstige leveranties waarbij de betaling plaatsvindt in een vreemde valuta. Het risico op een daling van de wisselkoers wordt via deze swap afgedekt. Een andere veelvoorkomende variant op een future is de renteswap. Denk hierbij, ter illustratie, aan toekomstige rentebetalingen op een krediet die afhankelijk zijn van een variabele marktrente. Hierbij kan het risico op een stijging van deze rente via een renteswap worden afgedekt, door de variabele rente uit te ruilen tegen een vooraf bepaalde vaste rente.

Een optie geeft de koper het recht in de toekomst te kopen of te verkopen tegen de afgesproken prijs. Omdat het een recht betreft en geen verplichting, is de waardebepaling van een optie aanzienlijk ingewikkelder dan van bijvoorbeeld een future. De modellen die worden gebruikt om opties te waarderen, vereisen gegevens die soms moeilijk zijn te verkrijgen, bijvoorbeeld wanneer financiële markten erg volatiel zijn. Dit maakt dat opties gevoelig zijn voor model- en waarderingsrisico's, waardoor het afdekken van de risico's hogere eisen stelt aan de kwaliteit van het risicobeheer.

### Securitisatie

Bij securitisatie draagt de verstrekker van een lening (de initiator) de toekomstige kasstromen op die lening en het kredietrisico van zijn vordering over aan een speciaal voor securitisatiedoeleinden opgerichte juridische entiteit, de SPV. Met deze kasstromen als onderpand geeft de SPV vervolgens obligaties uit waarvan de opbrengst ten goede komt aan de oorspronkelijke verstrekker van de lening. Op deze manier kunnen illiquide vorderingen zoals hypotheekleningen worden omgezet in verhandelbare obligaties en kan de verstrekker, doorgaans een bank, de aldus verkregen middelen gebruiken om nieuwe kredieten te verstrekken. Door vorderingen te verpakken en te verkopen, draagt de verstrekker hiervan ook het kredietrisico over aan de obligatiehouders; zij dragen het risico dat de kasstromen op de onderliggende lening opdrogen. Dit treedt bijvoorbeeld op als de consument aan wie de oorspronkelijke hypotheek is verstrekt, niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen. Doordat de oorspronkelijke verstrekker van de lening door de securitisatie het kredietrisico niet meer zelf draagt, kan securitisatie gebruikt worden om de kapitaaleisen te verlagen; er is minder risico waar tegenover kapitaal moet worden aangehouden. Figuur 1 geeft een schematisch overzicht van de werking van een securitisatie.

**Figuur 1 Schematisch overzicht van een traditionele securitisatie met hypotheekleningen als onderpand (de externe kredietbeoordeling staat tussen haakjes)**



De SPV geeft obligaties uit in verschillende risicoklassen of tranches. Grofweg zijn hier drie risicoklassen te onderscheiden: junior, mezzanine en senior. De junior tranche, ook wel first loss tranche genoemd, is het deel dat de eerste verliezen opvangt. Toekomstige wanbetalingen op de onderliggende portefeuille hypotheekleningen komen als eerste voor rekening van de investeerders in deze tranche. Als deze verliezen in totaal groter worden dan de omvang van de junior tranche, dan komen de daarop volgende verliezen voor rekening van de investeerders in de mezzanine

tranche. De junior tranche vormt zodoende een buffer voor de mezzanine tranche. De senior tranche, tot slot, wordt pas geraakt als zowel de junior als de mezzanine tranche door verliezen op de onderliggende activa zijn weggevaagd. De algemene veronderstelling is dat dit alleen in zeer uitzonderlijke gevallen gebeurt.

Veelal hebben deze tranches, met uitzondering van de meest juniore first loss tranche, een beoordeling van een externe kredietbeoordelaar. De obligaties worden gekocht door professionele partijen, zoals institutionele beleggers en andere banken, maar ook door bijvoorbeeld hedgefondsen. De meer gangbare en traditionele vormen van dergelijke obligaties, ook wel asset-backed securities (ABS) genoemd, hebben doorgaans de volgende type leningen als onderpand:

- woninghypotheken, in welk geval men spreekt van residential mortgage-backed securities (RMBS);
- leningen op commercieel vastgoed, in welk geval men spreekt van commercial mortgage-backed securities (CMBS);
- leningen aan personen of bedrijven, in welk geval men spreekt van collateralized debt obligations of collateralized loan obligations (CDOs of CLOs); of
- credit card vorderingen.

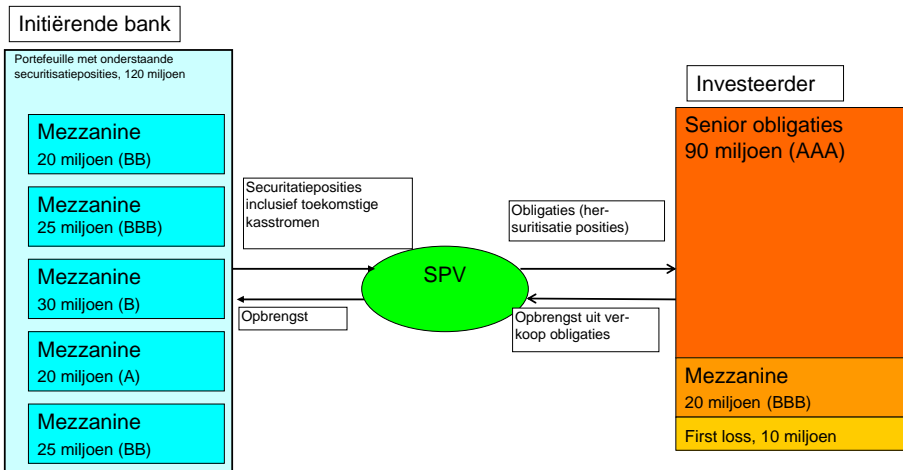
Naast de traditionele securitisatie, waarbij zowel het risico als de vorderingen worden overgedragen, bestaat ook een synthetische variant. Hierbij worden alleen de risico's overgedragen via credit default swaps (CDS) en is een overdracht van de vorderingen naar de SPV niet nodig. Een CDS kan gezien worden als een verzekeringscontract, waarbij de kopende partij – de verstrekker van een lening – tegen betaling van een premie bescherming verwerft tegen wanbetaling van een tegenpartij of tegen verliezen op een portefeuille activa (de werking van een CDS wordt later in dit hoofdstuk beschreven).

Een belangrijk kenmerk van traditionele securitisaties is dat de initiërende instelling de gesecuritiseerde vorderingen onder strikte voorwaarden, die er op gericht zijn dat risico's onomkeerbaar aan derden zijn overgedragen, niet hoeft mee te nemen bij de bepaling van de kapitaaleisen.

### *Hersecuritisatie*

Een andere veelvoorkomend type securitisatie is de hersecuritisatie. Hier zijn twee hoofdvarianten te onderscheiden. Ten eerste de variant waarbij een aantal al gesecuritiseerde vorderingen opnieuw wordt gesecuritiseerd zoals bij de traditionele securitisatie. Meestal hebben deze onderliggende posities niet de hoogste rating, maar kan via hersecuritisatie alsnog een aanzienlijke tranche met een hogere rating worden geconstrueerd. Een schematische illustratie van dit type securitisatie is weergegeven in Figuur 2. Het tweede type hersecuritisatie is de variant waarbij het risico van een bestaande securitisatiepositie door middel van een CDS wordt overgedragen.

**Figuur 2 Schematische weergave van een hersecuritisatie volgens de traditionele securitisatiemethode (de externe kredietbeoordeling staat tussen haakjes)**

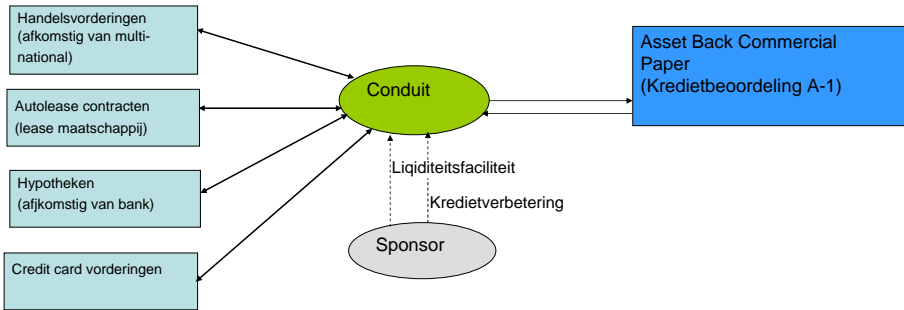


### Conduits

Een conduit is een specifieke vorm van de SPV. Bij een traditionele securitisatie wordt gewoonlijk maar één type vordering gebruikt als onderpand. Een conduit kenmerkt zich door de bundeling van verschillende typen onderliggende activa. Voorbeelden hiervan zijn hypotheken, bedrijfskredieten, credit card vorderingen, handelsvorderingen of leasecontracten. Deze activa zijn meestal afkomstig van meerdere verkopende partijen (multi-seller), waaronder bedrijven van buiten de financiële wereld. De conduit bundelt de activa en geeft obligaties uit om de transactie te financieren, zogenoemd asset-backed commercial paper (ABCP). Vaak worden conduits voorzien van aanvullende zekerheden voor de investeerders, zoals extra onderpand of de voorwaarde dat de verkopende partijen tot een bepaald maximum garant zullen staan voor mogelijke verliezen. Een voorbeeld van extra onderpand is dat de verkopende partij vorderingen inbrengt met een totale waarde van 100 en hiervoor slechts een bevoorschotting van 85 krijgt. De toekomstige meeropbrengst gaat (na aftrek van kosten en premies) terug naar de verkopende partij. Figuur 3 bevat een schematische weergave van een multi-seller conduit.

Conduits geven veelal kortlopende obligaties uit terwijl ze langer lopende activa van de verkopende partijen overnemen. De continuïteit van deze constructie vereist daarom dat de obligaties telkens worden ‘doorgerold’: doorlopend geeft de conduit nieuwe obligaties uit om aan de verplichtingen van de eerder uitgegeven, aflopende

**Figuur 3** Schematische weergave van een multi-seller conduit (de externe kredietbeoordeling staat tussen haakjes)



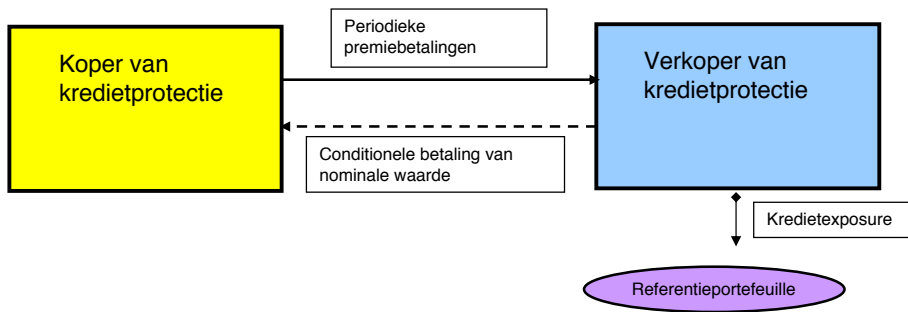
obligaties te kunnen voldoen. Om het risico te verkleinen dat het doorrollen stopt, wordt vaak gebruikt gemaakt van een sponsor (meestal de instelling die de conduit initieert). De sponsor geeft aanvullende garanties zoals een liquiditeitsfaciliteit of een faciliteit om mogelijke extra kredietverliezen op te vangen. Indien de sponsor onder prudentieel toezicht staat, moet hij kapitaal aanhouden voor de risico's die het geven van aanvullende garanties met zich brengen. Gedurende de crisis werden deze liquiditeitsfaciliteiten zwaar op de proef gesteld. Door het opdrogen van de markt voor ABCP werden sponsors verplicht langdurige liquiditeitssteun te verschaffen, waardoor ze bovendien werden blootgesteld aan het kredietrisico van de onderliggende activa.

### *Kredietderivaten (CDS)*

Een CDS biedt bescherming tegen kredietrisico van de onderliggende activa in de referentieportefeuille waar het contract betrekking op heeft. De koper van de CDS betaalt een periodieke premie aan de verstrekker van de protectie (de 'schrijver' van de CDS). Het kredietrisico kan betrekking hebben op alle soorten activa zoals een specifieke lening, een portefeuille van leningen of een securitisatiepositie. Wanneer een vooraf gespecificeerde gebeurtenis plaatsvindt, zoals wanbetaling op de onderliggende activa, wordt de CDS afgewikkeld en draagt de protectiekoper de betreffende activa over aan de protectieverstrekker tegen de hoofdsom van de activa. Het is ook mogelijk dat alleen het verschil tussen de hoofdsom van de activa en de (gedaalde) waarde ervan wordt verrekend. De protectiekoper loopt dus geen kredietrisico meer op de activa, maar heeft daar wel tegenpartijrisico op de protectieverstrekker voor teruggekregen (zie figuur 4). Daarom worden CDS-contracten vaak voorzien van additionele voorwaarden zoals het storten van aanvullende zekerheden als de externe kredietbeoordeling van de protectieverstrekker daalt.

Hoewel een CDS vaak met een verzekering wordt vergeleken, bestaan er niettemin grote verschillen tussen beide. De belangrijkste zijn dat de verstrekker van de CDS niet onder toezicht hoeft te staan en dat de koper van een CDS de onderliggende referentieportefeuille niet in bezit hoeft te hebben. Hierdoor kunnen vele partijen contracten afsluiten die uitbetalen bij faillissement van een bedrijf zonder een vordering op dit bedrijf te bezitten. Deze laatste eigenschap maakt dat CDS-en niet alleen worden gebruikt om kredietprotectie te kopen, maar ook om te speculeren op de kredietwaardigheid van instellingen en bedrijven.

**Figuur 4** Schematische weergave van een CDS overeenkomst



### De opkomst van nieuwe spelers in de financiële arena

Financiële innovatie uit zich niet alleen in het op de markt verschijnen van nieuwe producten, ook verschillende nieuwe spelers hebben hun intrede gedaan. Vanaf het begin van de jaren negentig zijn private beleggingsfondsen een steeds belangrijkere rol gaan spelen op de financiële markten naast meer traditionele partijen zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Twee in het oog springende voorbeelden zijn geldmarktfondsen en hedgefondsen. Een andere relatief nieuwe speler is het private investeringsfonds (private equity), dat vaak in één adem met geldmarkt- en hedgefondsen wordt genoemd, maar desondanks sterk van deze twee verschilt.

#### *Geldmarktfondsen*

Geldmarktfondsen zijn fondsen die beleggen in zogenoemde geldmarktproducten; leningen met een looptijd van één jaar of minder. Het ontstaan van deze fondsen is een typisch voorbeeld van financiële innovatie die voor een belangrijk deel voortvloeide uit de wens van marktpartijen (en consumenten) regelgeving te omzeilen. Zo werden de eerste fondsen opgericht in de Verenigde Staten tijdens de jaren zeventig in reactie op de maxima die van overheidswege waren gesteld aan rentes op

banktegoeden. Door deze regelgeving ontvingen spaarders geen of zeer weinig rente op hun banktegoed en gingen zij op zoek naar beter renderende mogelijkheden om hun geld te investeren. Geldmarktfondsen kwamen aan deze wens tegemoet, doordat zij een relatief hoog rendement op het ingelegde vermogen boden, terwijl zij in relatief veilige financiële producten belegden zoals kortlopende leningen aan overheden en bedrijven met een hoge kredietbeoordeling.

Vanwege het veilige imago en de eenvoud waarmee het ingelegde vermogen kon worden opgevraagd, werd het kopen van aandelen in een geldmarktfonds door veel consumenten als gunstig alternatief gezien voor sparen op een bankrekening. Geldmarktfondsen versterkten dit beeld verder door aan te geven dat zij vanwege hun risicomijdend beleggingsbeleid eigenlijk geen verliezen konden leiden. Tot aan de crisis kwamen verliezen inderdaad ook zo goed als nooit voor. Dit maakte geldmarktfondsen ook voor professionele investeerders aantrekkelijk, bijvoorbeeld om grotere sommen overtollig kasgeld onder te brengen. Door dit kasgeld over verschillende fondsen te verdelen, kunnen deze investeerders hun risico's verder spreiden. In de Verenigde Staten worden geldmarktfondsen gereguleerd door de Securities and Exchange Commission (SEC), terwijl zij in Europa onder nationale wetgeving worden gereguleerd. In Nederland zijn geldmarktfondsen opgenomen in de Wft en wordt de vergunning aan de beheerder van een dergelijk fonds door de AFM verleend. Het aandeel van Nederlandse geldmarktfondsen in deze Europese markt is overigens zeer gering, en bedraagt met EUR 2 miljard minder dan 1%.

Vanaf 1990 zijn de activa onder beheer bij geldmarktfondsen gestaag toegenomen, om in 2008 met ruim een factor zeven hoger uit te komen op een totaal van circa USD 3,500 miljard (grafiek 3). Alleen in de jaren 2001 tot en met 2004 nam de sector enigszins in omvang af, wat mede kan worden verklaard doordat de Amerikaanse geldmarktrentes destijds zeer laag waren. De ruimte voor geldmarktfondsen om een rendement bovenop de spaarrente te bieden, was toen beperkt. Geldmarktfondsen waren door de omvang van de door hen beheerde activa goed voor ongeveer 25% van alle kortlopende Amerikaanse staatsleningen, en voor ongeveer 40% van zowel het uitstaande commercial paper als van de kortlopende agency debt. Dit laatste betreft schuld papier uitgegeven door de Federal National Mortgage Association (FNMA, beter bekend als 'Fannie Mae'), de Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC, beter bekend als 'Freddie Mac') en de Federal Housing Finance Board. Hiermee zijn geldmarktfondsen belangrijke spelers geworden in het financiële systeem.

### *Hedgefondsen*

Ook hedgefondsen vervullen een belangrijke rol in de financiële markten, en zijn net als geldmarktfondsen een specifiek voorbeeld van een beleggingsfonds. Hoewel een scherp afgebakende definitie niet bestaat, richten zij zich doorgaans op het ontwikkelen van arbitragestrategieën om prijsinefficiënties te benutten. Deze strategie

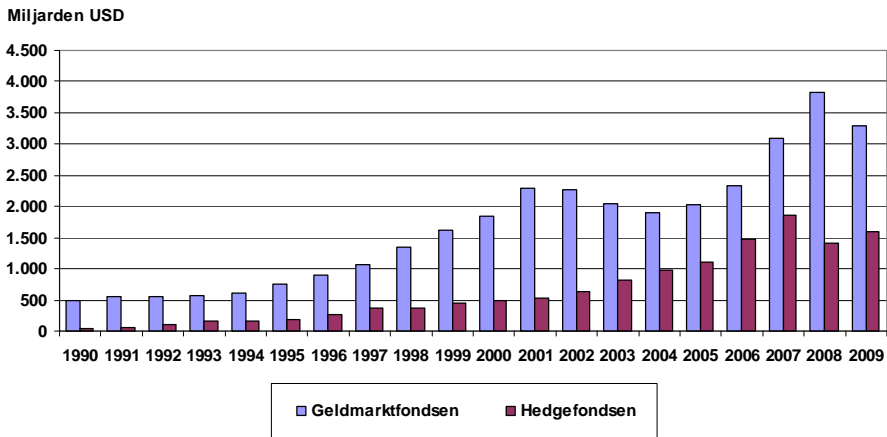


wordt vastgesteld door de fondsbeheerder, die hiervoor een beheersvergoeding berekent gelijk aan enkele procenten van het ingelegde vermogen. Daarnaast ontvangt hij een prestatievergoeding die afhangt van het fondsrendement. Doorgaans richten hedgefondsen zich niet zozeer op het verslaan van aandelen- of obligatiemarkten, maar op het behalen van absolute rendementen die onafhankelijk zijn van marktfluctuaties, en dus ook in dalende markten positief zijn. Om dit te bereiken, probeert het fonds neerwaartse risico's af te dekken ('hedgen') via bijvoorbeeld derivatenconstructies of short-selling. Omdat deze complexere posities niet altijd op korte termijn te gelde kunnen worden gemaakt, is het voor investeerders vaak niet mogelijk op korte termijn hun inleg terug te vragen. Als zij hun inleg terug willen, moeten zij enkele maanden vooraf een aanvraag indienen, soms onder betaling van een aanvullende vergoeding. Een investering in een hedgefonds wordt dan ook beschouwd als een belegging voor de langere termijn, bedoeld voor professionele investeerders. Zou een hedgefonds ook aan consumenten diensten willen aanbieden, dan is daarvoor een vergunning vereist en zouden zodanige restricties aan het beleggingsbeleid worden gesteld dat van een hedgefonds feitelijk geen sprake meer is.

Door de vrijheid die de beheerder geniet bij het samenstellen van zijn beleggingsportefeuille valt een groot aantal handelstrategieën te onderscheiden. Voorbeelden hiervan zijn equity fondsen die posities in aandelen innemen op basis van analyses naar over- en onderwaardering ten opzichte van fundamenten, event driven fondsen die speculeren op specifieke gebeurtenissen zoals overnames en reorganisaties, of relative value fondsen die prijsverschillen tussen vergelijkbare financiële producten proberen te benutten. Daarnaast bestaan ook funds-of-funds, die in verschillende typen hedgefondsen tegelijk investeren. Om de rendementen op de inleg van de investeerders te verhogen, kunnen hedgefondsen hun beleggingen deels financieren door het afsluiten van leningen bij banken (prime brokers). Zolang het rendement op deze beleggingen de rente op de lening overstijgt, kan hierdoor immers een groter bedrag aan de investeerders worden uitgekeerd. Dit gebruik van een hefboom (leverage) is bijvoorbeeld aantrekkelijk wanneer op zeer kleine prijsverschillen wordt gearbitreerd, aangezien dan grote transactievolumes nodig zijn om het vereiste rendement op ingelegd vermogen te behalen.

Met hun arbitragestrategieën proberen hedgefondsen doorgaans dus prijsinefficiënties op financiële markten te benutten. Wanneer zij bijvoorbeeld ondergewaardeerde producten aankopen en overgewaardeerde producten verkopen, kunnen zij een belangrijke bijdrage leveren aan de efficiëntie van financiële markten. Bovendien zijn hun investeerders professionele partijen met een hogere bereidheid tot het nemen van financiële risico's, waardoor hedgefondsen kunnen investeren in markten en producten die anders wellicht onderontwikkeld waren gebleven. Hiermee leveren zij een bijdrage aan de liquiditeit en diversiteit van financiële markten, en vergroten zij de mogelijkheid tot risicospreiding binnen het financiële systeem. Net als geldmarktfondsen worden zij in de Verenigde Staten door de SEC

Grafiek 3 Totale omvang activa onder beheer bij hedgefondsen en geldmarktfondsen

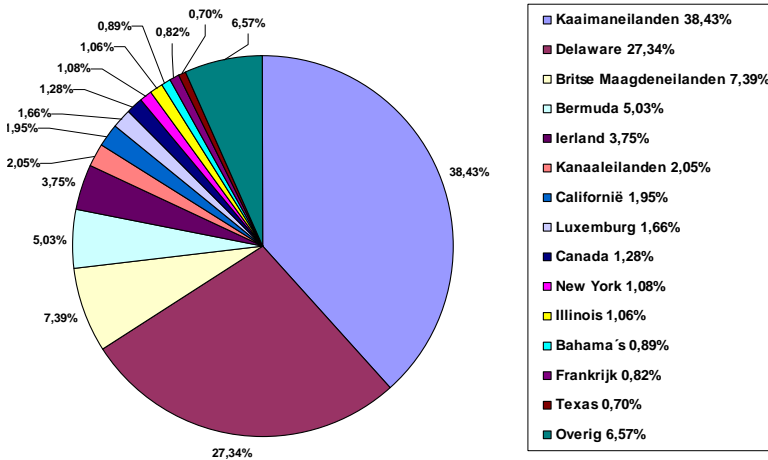


Bronnen: Investment Company Institute, Hedge Fund research.

gereguleerd. In Europa vallen ze onder nationale wetgeving. In Nederland richten hedgefondsen zich op professionele partijen en staan daardoor niet onder direct toezicht. Daarentegen worden uitzettingen op hedgefondsen van Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen vanaf 2005 wel in het lopende toezicht meegenomen, waardoor een vorm van indirect toezicht plaatsvindt (zie hiervoor ook de subparagraaf ‘Toezicht op hedgefondsen en private investeringsfondsen’). Het merendeel van de hedgefondsen opereert niet vanuit Europa of de Verenigde Staten, maar vanuit landen met een gunstig belastingklimaat of een relatief licht toezichtregime (grafiek 4).

Hoewel het eerste hedgefonds al in 1949 is opgericht, is het totaal aan activa onder beheer bij de sector sinds de jaren negentig flink opgelopen (grafiek 3). Zo profiteerden hedgefondsen van de toenemende mogelijkheden in complexe financiële producten te handelen, onder meer vanwege de vrijheid die zij genieten bij het vormgeven van hun handelsstrategie en het feit dat hun investeerders veelal professionele partijen zijn met een hoge risicobereidheid. Doordat hedgefondsen bovendien niet aan wettelijke kapitaaleisen zijn gehouden, konden zij extra goed inspelen op de door de wereldwijd lage rentes ingegeven zoektocht van beleggers naar investeringen met een hoog rendement en een laag solvabiliteitsbeslag. Over de periode 1990 tot en met 2007 nam de sectoromvang met ongeveer een factor vijftig toe, tot een geschat totaal aan ingelegd vermogen van USD 1.900 miljard (sommige schattingen komen nog ongeveer 20% hoger uit). Hoewel deze omvang gering is in verhouding tot die van het financiële systeem als geheel, schattingen liggen rond de 2,5%, waren de activiteiten van hedgefondsen verantwoordelijk voor

## Grafiek 4 Vestigingslocatie van hedgefondsen per eind 2009



Bronnen: IC fact book 2005 45 edition, 2009 Investment company fact book, weekoverzicht Investment Company institute.

ruim 80% van het handelsvolume in de markten voor afgewaardeerde leningen (distressed debt) en kredietderivaten, en voor ruim 40% in de markt voor leveraged loans. Daarnaast waren zij de protectieverschaffer van ongeveer een derde van alle kredietprotectie via CDS-contracten.

### *Private investeringsfondsen*

Private investeringsfondsen (private equity) worden vaak in één adem genoemd met geldmarkt- en hedgefondsen, maar verschillen sterk van deze op zichzelf toch al diverse groep van beleggingsfondsen. Een belangrijk verschil is dat private investeringsfondsen zich niet richten op de handel in financiële instrumenten, maar zich doorgaans bezighouden met bedrijfsovernames. Een bekend voorbeeld is de leveraged buy out, waarbij een investeringsfonds de aandelen van een bedrijf opkoopt om dit bedrijf vervolgens te herstructureren. De aankoop van aandelen wordt gefinancierd met geld van investeerders in het fonds en met een aanvullende lening met de activa van het over te nemen bedrijf als onderpand. Het fonds maakt zodoende zelf geen schulden, maar krijgt met een beperkte investering toch controle over het bedrijf. Deze controle wordt vervolgens gebruikt om het bedrijf te herstructureren en operationele of strategische wijzigingen door te voeren, om uiteindelijk de aandelen weer met winst te verkopen. Private investeringsfondsen richten zich hiermee op het investeren in bedrijven voor de langere termijn, en trekken dan ook middelen aan van investeerders die bereid zijn hun financiering voor een langere periode in het fonds te laten zitten. Zodoende kunnen zij met hun

activiteiten een bijdrage leveren aan de financiering en efficiëntie van bedrijven in de reële economie. Een keerzijde van deze activiteiten is dat het (mede door fiscale motieven gedreven) verhogen van de schuldenlast van de overgenomen bedrijven tot instabiliteit bij deze instellingen kan leiden, met alle maatschappelijke kosten van dien. Hoewel dit type financieringsconstructie dan ook veel publieke discussie heeft losgemaakt, hebben private investeringsvehikels in het algemeen geen substantiële rol gespeeld in de directe crisisdynamiek.

### **De risico's van financiële innovatie**

Financiële innovaties kunnen aan de ene kant een belangrijke positieve bijdrage leveren aan de spreiding en diversificatie van risico's, en daarmee aan een efficiënter en stabielere financieel stelsel. Aan de andere kant heeft de crisis uitgewezen dat zij diezelfde financiële stabiliteit ook ernstig kunnen ondermijnen. Een belangrijk nadeel van complexe producten is namelijk dat zij kunnen leiden tot een concentratie van risico's, veelal bij partijen die niet of minder onder toezicht staan. Daarnaast gaat financiële innovatie vaak gepaard met een zichzelf versterkende dynamiek. Bij economisch hoogtij worden nieuwe complexe producten gecreëerd die niet zijn getest aan ongunstige marktomstandigheden zodat risico's zich pas in een economische neergang manifesteren en de neerwaartse conjunctuurbeweging onverwachts kunnen versterken. Een typerend voorbeeld is het gebruik van 'downgrade triggers', opgenomen in de contractvoorwaarden van sommige kredietderivaten, waarbij de protectieverschaffende instellingen worden gedwongen aanvullend onderpand te storten juist op het moment dat de eigen rating wordt verlaagd.

De Amerikaanse verzekeraar AIG kan als illustratie dienen van de wijze waarop complexe producten tijdens de kredietcrisis een rol hebben gespeeld. AIG verkocht grote aantallen CDS contracten op Amerikaanse securitisaties en had daarmee een sterk geconcentreerde risicopositie opgebouwd. Als gevolg van de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt daalden de onderliggende securitisaties in waarde, waardoor de CDS contracten voor AIG snel in waarde verminderden. De financiële positie van AIG verslechterde en als gevolg daarvan ontving AIG een rating downgrade van externe kredietbeoordelaars. Vanwege de downgrade triggers in de CDS-contracten moest AIG onderpand bijstorten bij de tegenpartijen. Deze verplichting om onderpand te storten, nam zulke grote proporties aan dat AIG in een liquiditeitscrisis terechtkwam waarop de Amerikaanse overheid te hulp moest schieten met een omvangrijke noodlening. Het totale steunpakket van de Amerikaanse overheid aan AIG bedroeg eind 2009 ruim USD 180 miljard.

Complexe financiële producten zijn vaak weinig transparant en de onderliggende geldstromen zijn lastig te modelleren. Dit bemoeilijkt het risicobeheer omtrent deze producten en maakt het tevens lastig de waarde van deze producten te bepalen

wanneer de volatiliteit op financiële markten oploopt en marktprijzen minder betrouwbaar of zelfs afwezig zijn. Het originate-to-distribute model, waarbij leningen worden verpakt (gesecuritiseerd) en doorverkocht, droeg in sterke mate bij aan de toenemende verwevenheid en intransparantie van het financiële systeem. Vooral in de Verenigde Staten werd het van de balans halen van leningen door middel van securitisatie op grote schaal toegepast. Hierdoor ontstond een omvangrijke bancaire schaduwsector die de sterke groei van de bancaire kredietverlening aan het zicht onttrok. Toen in de Verenigde Staten bij veel debiteuren afbetalingsproblemen ontstonden, eerst als gevolg van de problemen in de huizenmarkt en later als gevolg van de economische recessie, daalde de waarde van veel gesecuriteerde leningen. De oplopende verliezen op gesecuriteerde leningen en de toenemende onzekerheid over de waarde van andere securitisaties, leidde ertoe dat beleggers niet meer bereid waren securitisaties te financieren waardoor de markt voor securitisaties opdroogde. Het doorrollen van de kort gefinancierde securitisaties stakte, hetgeen veel instellingen dwong eigen securitisaties met verlies terug op de balans te nemen. Vanwege de intransparantie van de financiële schaduwsector was het onduidelijk hoe groot de blootstelling van financiële instellingen was aan de risico's van Amerikaanse securitisaties. Mede hierdoor werden financiële instellingen hard geraakt met forse dalingen van de beurswaarden als gevolg.

Een aantal onderliggende factoren dat heeft bijgedragen aan de uitholling van de financiële stabiliteit wordt hieronder kort toegelicht. Vervolgens wordt nader ingegaan op de rol van kredietbeoordelaars.

#### *Achterblijvend risicomanagement*

Door de kredietcrisis is duidelijk geworden dat het risicobeheer van instellingen met betrekking tot complexe financiële producten niet goed heeft gewerkt. Als mogelijke oorzaken zijn onder meer geïdentificeerd: (i) ondermaatse risicomodellen, (ii) risicomodellen die gekalibreerd zijn op basis van een te korte historie zonder grote verliezen, toenemende volatiliteit, stijgende correlaties of marktstress, (iii) een onderschatting van de samenhang tussen financiële markten en financiële instellingen, (iv) een onderschatting van de impact van het liquiditeitsrisico en looptijdtransformatie en (v) commerciële overwegingen die vaak hoger werden aangeslagen dan het belang van een verantwoord risicobeheer. Een te groot vertrouwen in de risicomodellen droeg bij aan het gevoel dat de risico's gediversifieerd en onder controle waren. Dit werd nog versterkt doordat risico's konden worden doorverkocht aan beleggers. Hierdoor waren banken en kredietverstrekkers vooral gericht op de productie, en onvoldoende op de beoordeling van de onderliggende risico's. Beleggers in de kredietproducten vertrouwden op hun beurt te veel op de kredietbeoordelingen zoals afgegeven door de kredietbeoordelaars. De uitkomsten van de risicomodellen hielden echter te weinig rekening met de mogelijkheid van een plotselinge en omvangrijke marktverslechtering, terwijl de gebruikers van de modellen onvoldoende prudentie in acht namen om daarvoor te corrigeren.

Daarnaast werden complexe financiële producten op grote schaal ingezet voor speculatieve doeleinden, waardoor risico's niet werden afgedekt, maar juist werden opgebouwd. Het gemak waarmee met een geringe investering grote posities konden worden ingenomen, droeg hier aan bij. Anderzijds leidde het opdrogen van markten tot problemen voor partijen die juist voor het afdekken van hun risico's van derivaten afhankelijk waren, en bijvoorbeeld valutarisico's plotseling zelf moesten dragen of van transacties moesten afzien.

#### *Rol van niet-gereguleerde marktpartijen*

Marktpartijen die niet onder prudentieel toezicht stonden, hebben eveneens aan de crisis bijgedragen. De ontwikkelingen bij Amerikaanse geldmarktfondsen na het faillissement van Lehman Brothers zijn hiervan een bekend voorbeeld. De afschrijvingen op de schuld van Lehman Brothers leidden ertoe dat deze fondsen daadwerkelijk verliezen leden, iets wat in het verleden vrijwel nooit eerder was gebeurd. De schok die dit bij investeerders teweeg bracht, leidde tot een ongekende uitstroom van middelen, waardoor de geldmarktliquiditeit sterk afnam. Deze uitstroom kon pas worden gestopt nadat het Federal Reserve System een steunprogramma aankondigde, vergelijkbaar met het depositogarantiestelsel zoals dat geldt voor spaartegoeden bij banken. Strikt genomen was een investering in een geldmarktfonds hiermee nog aantrekkelijker geworden: nieuwe investeerders kregen een relatief hoog rendement én een overheidsgarantie op hun oorspronkelijke inleg. Dit kon echter niet voorkomen dat het schokeffect van de plotselinge liquiditeitskrapte de algehele bereidheid van marktpartijen om geld uit te lenen al fors had verlaagd, met een sterke en langdurige stijging van de geldmarktrentes tot gevolg. Bij hedgefondsen vond een vergelijkbare uitstroom van middelen plaats, ondanks het feit dat zij volledig door professionele partijen worden gefinancierd en zichzelf wat betreft stabiliteit nooit met banken hadden vergeleken. De door hen geleden verliezen leidden er echter alsnog toe dat zowel investeerders als prime brokers hun financiering terugtrokken, ook om in hun eigen liquiditeitsbehoefte te kunnen voorzien. Om aan die opvragingen te kunnen voldoen, moesten hedgefondsen – mede vanwege de door hen frequent gebruikte hefboom – op grote schaal illiquide activa verkopen. Hierdoor nam de marktliquiditeit verder af en resulteerden aanvullende verkopen in steeds verdere prijsdalingen. Via fair value accounting werd zichtbaar dat deze prijsdalingen direct leidden tot waardedalingen van activa op de balansen van andere financiële instellingen, waardoor ook deze posities moesten worden teruggebracht (zie hiervoor nader hoofdstuk 7 'De rol van fair value accounting in de financiële crisis'). Het optreden van klassieke bank runs bij niet onder toezicht staande marktpartijen heeft de neergaande spiraal tijdens de crisis dan ook duidelijk versterkt.

## De rol van externe kredietbeoordelaars (credit rating agencies)

Kredietbeoordelaars vervullen een sleutelrol in het financiële systeem door in te spelen op de informatieongelijkheid tussen onderneming en belegger. Om de belegger te assisteren bij zijn investeringsbeslissing maken zij een inschatting van de kans dat een partij aan zijn financiële verplichtingen zal voldoen. Dit komt tot uitdrukking in een kredietbeoordeling. Hoe hoger de rating, hoe lager de kans wordt ingeschat dat de uitgevende instantie niet aan zijn verplichtingen zal voldoen. Met behulp van de beoordelingen van de kredietbeoordelaars kunnen beleggers de kredietrisico's op obligaties afkomstig van bijvoorbeeld overheden en bedrijven beoordelen en onderling vergelijken. Hierdoor hoeven zij niet ieder voor zich de kredietwaardigheid van deze partijen te beoordelen, wat de efficiëntie van financiële markten vergroot. De keerzijde hiervan is dat beleggers te veel op kredietbeoordelingen gaan vertrouwen en zich op die manier onvoldoende verdiepen in de onderliggende risico's. Daarbij realiseerden veel beleggers zich niet dat een externe kredietrating alleen wanbetalingsrisico bevat en geen uitspraak doet over het risico van het wegvallen van marktliquiditeit.

De kredietcrisis heeft aanzienlijke problemen blootgelegd met de externe ratings van complexe financiële producten. Zo zijn ratings van complexe producten sinds het uitbreken van de financiële crisis meer verlaagd dan die van bedrijfsobligaties. Deze downgrades zijn gedeeltelijk het gevolg van het toegenomen kredietrisico van de onderliggende activa, dat wil zeggen de kans dat op de onderliggende leningen niet afbetaald wordt, maar zijn ook het gevolg van tekortkomingen in eerdere risicomodellen van rating agencies. Met betrekking tot bijvoorbeeld Amerikaanse hypotheken hielden de rating agencies onvoldoende rekening met de mogelijkheid van een sterke daling van de huizenprijzen in combinatie met een uitzonderlijk hoge werkeloosheid. De daarmee samenhangende verliezen werden ernstig onderschat. Een fundamenteel probleem ligt in een belangenverstremming; niet alleen worden kredietbeoordelaars door de instelling die het complexe product uitgeeft, betaald voor het afgeven van de kredietbeoordeling, de kredietbeoordelaar levert bovendien ook nog aanvullende diensten zoals advies over de wijze waarop de transactie kan worden vormgegeven. Dit probleem, in combinatie met aanvullende eisen voor kredietbeoordelaars, wordt opgepakt in een Europese verordening op dit punt (zie hiervoor subparagraaf 'Externe kredietbeoordelingen').

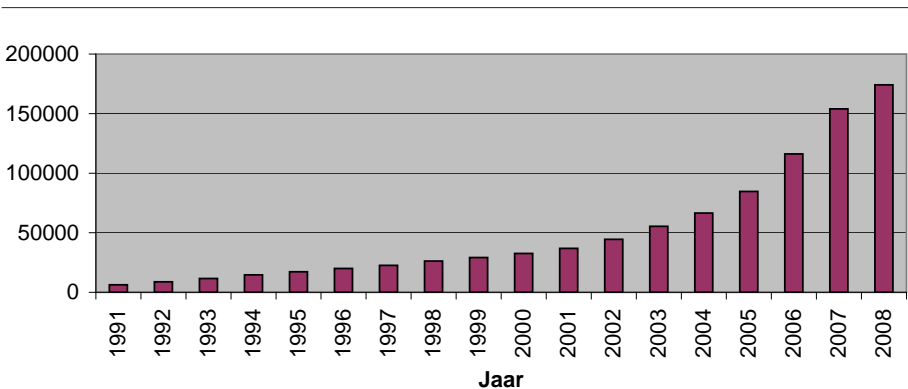
### *Ontwikkeling van externe kredietbeoordelingen*

Traditioneel richtten kredietbeoordelaars zich op het beoordelen van obligaties uitgegeven door overheden en ondernemingen. Vanaf begin jaren negentig hebben zij echter ook de beoordeling naar zich toetrokken van de nieuwe obligaties die worden uitgegeven door SPVs en conduits. Via deze innovaties konden ook institutionele beleggers, die graag gebruik maken van externe ratings om de kredietwaardigheid van deze obligaties in te schatten, investeren in bijvoorbeeld hypothecaire

activa. In een aantal landen is dit mede ingegeven door beleggingsrichtlijnen die voorschrijven dat, bijvoorbeeld pensioenfondsen, verzekeraars of geldmarktfondsen beleggen in producten met een bepaalde minimale rating. Met de groei van de securitisatiemarkt steeg ook het aantal externe kredietbeoordelingen in rap tempo. Grafiek 5 illustreert de stijging van het aantal afgegeven beoordelingen voor gesecuritiseerde producten door Moody's en Standard & Poor's.

Met de invoering van het kapitaalakkoord Bazel II gaan kredietbeoordelaars ook een rol spelen bij de bepaling van het kapitaal dat moet worden aangehouden tegenover bepaalde risico's. Eén van de doelstellingen van dit raamwerk is de solvabiliteitsrichtlijnen risicogevoeliger te maken. In de standaardmethode is dit gerealiseerd door de mogelijkheid risicogewichten af te leiden van externe ratings. Deze afleiding bestaat voor vorderingen op overheden, financiële ondernemingen, overige ondernemingen en beleggingsfondsen. Bij investeringen in securitisaties krijgen zowel financiële instellingen die de standaardbenadering gebruiken als instellingen die voor reguliere kredieten een eigen risicoinschatting gebruiken, te maken met externe ratings bij de bepaling van het bijbehorende kapitaalvereiste. Een belangrijke voorwaarde voor het gebruik van externe beoordelingen is dat deze afkomstig moeten zijn van een kredietbeoordelaar die is erkend door de toezichthouder. Een erkende kredietbeoordelaar moet onder meer voldoen aan criteria op het gebied van objectiviteit, onafhankelijkheid en transparantie. In lijn met deze criteria hebben Europese toezichthouders via een gezamenlijke procedure Moody's, Standard & Poor's, Fitch en DBRS erkend.

**Grafiek 5 Aantal door Moody's en Standard & Poor's afgegeven kredietbeoordelingen voor gestructureerde producten**



Bron: Moody's en Standard & Poor's



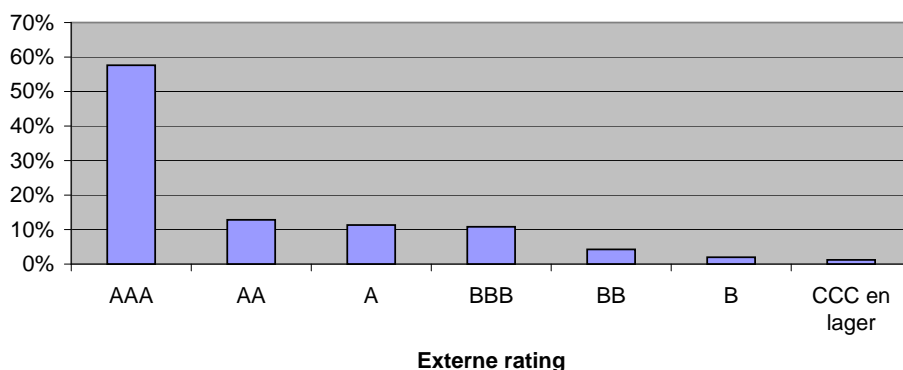
Hoewel het gebruik van externe ratings is toegenomen, moet dit ook niet worden overdreven. Gemiddeld heeft slechts een beperkt deel van de bankbalans een externe kredietbeoordeling en de kapitaaleisen voor traditionele kredieten worden bij het merendeel van de grootbanken op interne, en niet op externe, ratings gebaseerd.

#### *Rol van externe kredietbeoordelingen bij het ontstaan van de crisis*

Tijdens de crisis is gebleken dat investeerders zich uiteindelijk te veel door externe kredietbeoordelingen hebben laten leiden. Te gemakkelijk werden externe beoordelingen beschouwd als een volwaardig substituuat van de eigen risicoanalyse. Daarnaast is gebleken dat veel initiërende instellingen scherp aan de wind voeren door de structuur van de securitisatie zo op te zetten dat het deel van de uit te geven obligaties met de hoogste beoordeling, AAA (triple-A), werd gemaximaliseerd. De kapitaalskosten voor de initiërende partij worden hierdoor verlaagd.

Grafiek 6 illustreert dat veel extern beoordeelde securitisaties de hoogste beoordeling kregen. Een risico van deze aanpak is dat slechts een kleine stijging van de verliezen op de onderliggende activa een downgrade kan veroorzaken van de AAA-tranche. Mede hierdoor hebben kredietbeoordelaars gedurende de crisis de ratings van veel securitisaties verlaagd (zie tabel 1). De omvangrijke neerwaartse aanpassing van de externe beoordelingen kan daarnaast worden verklaard door een herziening van de gebruikte modellen en methoden. Hierdoor werden ook kredietbeoordelingen verlaagd van securitisaties waarvan de kredietwaardigheid in eerste instantie niet door de crisis was aangetast. Tabel 1 laat verder zien dat de voorspellende waarde

**Grafiek 6** Verdeling van de kredietbeoordelingen per categorie voor gestructureerde producten



Tabel 1 Up- &amp; downgrades

	Onveranderd	Upgrade	Downgrade
Gemiddeld (1991-2007)	94,3%	2,6%	3,1%
Gemiddeld (1991-2008)	88,7%	2,2%	9,1%
2007	90,1%	1,9%	8,0%
2008	64,7%	0,6%	34,7%

Bron: Moody's en Standard & Poor's

van externe ratings beperkt is; de toename van de downgrades liep gelijk op met het zich ontfouwen van de crisis.

### Financiële innovatie en toezicht door DNB

In de jaren negentig worden banken steeds actiever op financiële markten, bijvoorbeeld met het handelen in aandelen, vreemde valuta en grondstoffen. De bijbehorende financiële instrumenten, die doorgaans slechts voor korte duur op de balans worden aangehouden, staan bloot aan marktrisico: het risico van korte termijn waardeveranderingen als gevolg van veranderingen in marktprijzen, zoals rentes, valutakoersen, aandelenkoersen of grondstoffenprijzen. De meeste modellen voor marktrisico zijn gebaseerd op Value-at-Risk (VaR) en maken gebruik van historische cijferreeksen om de grootte van de prijsdaling te bepalen (zie box). Deze paragraaf schetst de internationale ontwikkeling van het toezicht op de handelsactiviteiten van banken en gaat in het bijzonder in op het toezicht van DNB, waarbij afzonderlijk zal worden ingegaan op het toezicht op derivaten, securitisaties en nieuwe marktspelers.

#### *Toezicht op marktrisico*

In 1996 publiceert het Bazels Comité (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) een nieuw toezichtraamwerk voor het marktrisico als aanvulling op het bestaande Bazel I kapitaalakkoord uit 1988. Het staat banken toe een intern VaR-model te hanteren voor de solvabiliteitsberekening voor marktrisico. Een belangrijke aanname is dat de handelsportefeuille liquide instrumenten bevat die in een kort tijdsbestek (minder dan tien werkdagen) kunnen worden verkocht of afgedekt; een aanname die niet onredelijk lijkt, gegeven de op dat moment bestaande portefeuilles. De solvabiliteitseisen zijn als gevolg van deze aanname lager voor het handelsboek dan voor het bankenboek.

## Value-at-Risk

De door banken ontwikkelde interne marktrisicomodellen zijn overwegend gebaseerd op 'Value-at-Risk', afgekort VaR, een maatstaf die de omvang van het potentiële verlies op een handelspositie berekent bij een bepaald statistisch betrouwbaarheidsniveau. Ter illustratie, een ééndaags VaR van EUR 10 miljoen met een betrouwbaarheidsinterval van 99% impliceert een kans van 1% dat de betreffende instelling op die dag een verlies zal leiden dat groter is dan EUR 10 miljoen. Ten behoeve van de berekening van de minimum kapitaaleisen voor het marktrisico moet de instelling deze VaR omrekenen naar een 10-daags VaR en vervolgens vermenigvuldigen met een prudentiële factor. Deze vermenigvuldigingsfactor bedraagt minimaal drie, maar kan door de toezichthouder worden verhoogd indien twijfel ontstaat over de kwaliteit van het VaR-model.

De nieuwe eisen voor marktrisico worden eind 1997 in Nederland van kracht. DNB verleent de Nederlandse grootbanken eind jaren negentig goedkeuring voor het gebruik van interne modellen voor de bepaling van marktrisico's. De solvabiliteitseis voor marktrisico is gebaseerd op de uitkomst van het VaR-model vermenigvuldigd met een prudentiële factor: de multiplier. Deze multiplier is minimaal 3 en kan door de toezichthouder worden verhoogd. DNB vereist in eerste jaren na invoering van het nieuwe raamwerk voor marktrisico een hogere multiplier bij een aantal banken. Na enkele jaren wordt geoordeeld dat de kwaliteit van de modellen voldoende is om een verlaging van de multiplier naar het minimumniveau van 3 te rechtvaardigen. Aan het begin van deze eeuw nemen de solvabiliteitseisen voor het marktrisico voor de Nederlandse grootbanken geleidelijk af. Niet alleen de verlaging van de multiplier leidt tot een verlaging van de solvabiliteitseisen voor het marktrisico. De verfijning van de marktrisicomodellen waardoor meer diversificatievoordeel kan worden benut, is een andere oorzaak voor de lagere solvabiliteitseisen. Verder wordt een belangrijke rol gespeeld door een verschuiving in de samenstelling van de handelsportefeuilles naar producten met een lage historische prijsvolatiliteit, waaronder gesecuritiseerde activa. Door die verschuiving laten de VaR-modellen lage potentiële verliezen zien, en dat betekent dat daar tegenover minder kapitaal hoeft te worden aangehouden.

Teneinde te voldoen aan de doelstelling de administratieve lasten te verlagen, wordt een zogenoemde materialiteitstoets ingevoerd. De materialiteitstoets impliceert dat indien het solvabiliteitsvereiste voor het marktrisico minder is dan 5% van de totale solvabiliteitseis van een instelling, de rapportageformulieren van DNB voor het marktrisico niet meer hoeven te worden ingevuld. Vanwege het lage aandeel van het marktrisico in de totale solvabiliteitseis, vervalt op dat moment voor alle Nederlandse (groot)banken de rapportageplicht inzake marktrisico. Wel bestaat de

verplichting voor de grootbanken ieder kwartaal de eigen, interne risicomanagementrapportages toe te sturen

De gunstige kapitaaleisen van het handelsboek zetten banken aan activa uit het bankenboek te securitiseren en over te hevelen naar het handelsboek. Door deze vorm van toezichtarbitrage konden banken de kapitaaleisen reduceren. Met betrekking tot de ontwikkeling van internationale toezichtregels voor het handelsboek wordt al in 2001 door het Bazels Comité het belang van de consistentie tussen het handelsboek en bankenboek benadrukt om arbitragemogelijkheden en foutieve ‘prikkel’s te vermijden. Er wordt een werkgroep opgericht met de taak de eisen voor het marktrisico te herzien. De werkgroep staat onder gezamenlijke leiding van de Amerikaanse centrale bank en de beurstoezichthouder (SEC). Mede vanwege grote weerstand bij de sector lukt het niet de herziening af te ronden voor de introductie van Bazel II in 2008.

Als gevolg van het uitbreken van de crisis wordt het conceptvoorstel vervolgens opnieuw aangescherpt. Begin 2009 wordt een impact-studie gehouden, waaruit blijkt dat de solvabiliteitseisen voor marktrisico op basis van de nieuwe eisen grosso modo zullen verdrievoudigen. Voor sommige Nederlandse instellingen zullen de solvabiliteitseisen hierdoor mogelijk materieel worden volgens de hierboven beschreven 5%-materialiteitstoets, hetgeen ze zal verplichten uitgebreider aan DNB te rapporteren over marktrisico.

Terugkijkend, kunnen ten minste twee problemen worden geïdentificeerd met de kapitaaleisen voor het marktrisico. Ten eerste bleek het marktriscoraamwerk niet het geëigende raamwerk voor gesecuritiseerde activa omdat securitisaties tijdens de crisis blootstonden aan grote liquiditeitsrisico’s en instellingen deze posities niet – of alleen met grote verliezen – konden verkopen. Daarnaast bleken de kapitaaleisen procyclisch. Doordat de gehanteerde VaR-modellen veelal zijn gebaseerd op korte reeksen van recente gegevens dalen de kapitaaleisen wanneer de markten even kalm zijn. Dit versterkte in de jaren voor de crisis de prikkel de securitisaties op te nemen in het handelsboek. Toen de crisis uitbrak en de prijsvolatiliteit toenam, nam ook de VaR toe en stegen de kapitaaleisen onmiddellijk. De druk op instellingen posities te sluiten, nam daardoor toe, wat de neerwaartse prijsspiraal versterkte.

Voorstellen van het Bazels Comité van juli 2009 reduceren de arbitrageprikkel tussen het handelsboek en het bankenboek en verminderen tevens de procycliciteit van de kapitaaleisen. Per saldo zullen instellingen meer kapitaal moeten gaan aanhouden voor marktrisico, ook wanneer de markt kalm is. Hoofdstuk 6 ‘De Bazelse akkoorden nader bekeken’ gaat nader in op deze voorstellen van het Bazels Comité.

### *Derivaten*

DNB kent een traditie in het toezicht op derivaten. Al in de jaren tachtig wordt beleid ontwikkeld voor het toezicht op opties en futures onder meer als reactie

op de snelle groei van de Amsterdamse optiebeurs. Ook de begin jaren negentig snel groeiende OTC derivatenmarkt blijft niet onopgemerkt. Deze bestaat op dat moment nog vooral uit rente- en valutaderivaten. In 1994 verschijnt het Brockmeijer-rapport dat zich vooral richt op de informatiebehoefte van toezichthouders en centrale banken over OTC derivaten (Jan Brockmeijer is op dat moment bij DNB verantwoordelijk voor toezicht beleid). Het rapport, opgesteld in opdracht van de G10, doet aanbevelingen met betrekking tot de meting en monitoring van ontwikkelingen op de derivatenmarkt. Naar aanleiding van het Brockmeijer-rapport begint de Bank for International Settlements (BIS) op periodieke basis data te verzamelen van de belangrijkste marktpartijen over de ontwikkeling van de OTC derivatenmarkt. Daarnaast publiceert het Bazels Comité in 1994 twee studies naar het risicomanagement van derivaten. Deze documenten bevatten de eerste internationale richtinggevendende principes ten aanzien van het risicomanagement van derivaten.

In navolging van bovengenoemde rapporten stelt DNB in 1995 een brief op aan de sector met nieuwe regelgeving ten aanzien van het risicobeheer van derivaten die eerdere regelgeving uit 1993 vervangt. De nieuwe regels zijn gestoeld op de richtlijnen die daarvoor door het Bazels Comité zijn uitgevaardigd. Vanaf dat moment betrekken toezichthouders deze richtlijnen in het toezicht op banken. In 1997 volgt opname van solvabiliteitsregels voor derivaten in de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk 1992) zodat ook een wettelijke grond bestaat op basis waarvan banken solvabiliteit moeten reserveren voor derivatenposities. Ook de Pensioen- & Verzekeringkamer vaardigt in 1995 een circulaire uit met richtlijnen ten aanzien van het risicobeheer rondom derivaten en neemt vanaf dat moment het risicobeheer van derivaten mee in het lopende toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars.

De financiële productontwikkeling staat ondertussen echter niet stil. Vooral de nieuwe markt voor kredietderivaten groeit snel en internationaal worstelen toezichthouders met de vraag hoe kredietderivaten kunnen worden ingepast in het raamwerk van solvabiliteitsregels. In 1997 wordt door DNB een solvabiliteitseis voor kredietderivaten ingevoerd. De solvabiliteitseis gaat uit van dezelfde regels als gelden voor het bankenboek, waar vanwege de langere looptijd van de daarin voorkomende verplichtingen hogere kapitaaleisen gelden dan in het handelsboek. Tegelijkertijd groeit in het internationale toezichtoverleg de overtuiging dat, gegeven de rol die derivaten kunnen spelen bij het afdekken van risico's, nieuwe internationale solvabiliteitsregels nodig zijn. Niet alleen om de ontwikkeling van een liquide markt in kredietderivaten niet in de weg te staan, maar ook om eventuele belemmeringen voor het gebruik van kredietderivaten voor het risicomanagement weg te nemen.

In 1999 wordt duidelijk dat Nederlandse instellingen steeds actiever worden in de markt voor kredietderivaten en wordt overwogen een eerder plan door te voeren

om een nieuwe beleidsregel op te stellen over de wijze waarop instellingen met kredietderivaten moeten omgaan. Ondertussen pleit de Nederlandse bancaire sector ervoor kredietderivaten op te mogen nemen in het handelsboek. Het handelsboek kent vanwege de veronderstelde kortere aanhoudingsperiode en hogere liquiditeit van de beleggingen doorgaans lagere kapitaaleisen dan het bankenboek. Uiteindelijk wordt de beleidsregel kredietderivaten op 1 januari 2002 van kracht. De beleidsregel is op een aantal punten aangepast, waardoor deze niet veel conservatiever uitpakt dan in andere landen. Vanaf dat moment mogen Nederlandse banken de vereiste solvabiliteit voor kredietderivaten baseren op de regels van het handelsboekraamwerk.

Met de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft) op 1 januari 2007, waarin ook het kapitaalakkoord Bazel II is geïmplementeerd, worden de toezichtkaders voor derivaten opgenomen in verschillende regelingen onder de Wft. Voor de derivaten in het handelsboek gelden in ieder geval de eisen neergelegd in de Regeling solvabiliteitseisen voor het marktrisico. Wanneer het derivaat wordt gebruikt om het kredietrisico te verminderen, gelden voorts de eisen uit hoofdstuk 4 van de Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico. Afhankelijk van het type derivaat kunnen tot slot, wanneer het tegenpartijkredietrisico niet al op een andere wijze in de toezichteisen is verdisconteerd, tevens de eisen gelden uit hoofdstuk 5 van dezelfde Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico dat gaat over het tegenpartijkredietrisico.

In 2003 voert DNB een raamwerk voor liquiditeitstoezicht in dat niet alleen toeziet op de kwalitatieve kant van het liquiditeitsbeheer, maar ook expliciete liquiditeits-eisen kent. Hierin worden ook eisen gesteld met betrekking tot derivatenposities. Zo moeten instellingen een liquiditeitsbuffer aanhouden tegenover de vaste en variabele kasstromen die verbonden zijn aan een derivatenpositie. Met betrekking tot de variabele kasstromen wordt daarbij gebruik gemaakt van aannames gebaseerd op een vooraf vastgesteld stressscenario. Vier jaar later vraagt de Europese Commissie het Comité van Europese Banktoezichthouders (CEBS) om advies over een nieuw op te richten Europees toezichtraamwerk voor liquiditeit. DNB brengt haar ervaringen met het liquiditeitstoezicht in bij de totstandkoming van het CEBS advies, vooral als het gaat om de behandeling van de liquiditeitsrisico's van complexe producten zoals derivaten en securitisaties. Het advies van CEBS wordt in 2008 aangeboden aan de Europese Commissie die de aanbevelingen overneemt in de Europese kapitaalrichtlijn en tevens werkt aan een separate liquiditeitsrichtlijn om het liquiditeitstoezicht verder handen en voeten te geven.

In de jaren voorafgaand aan de crisis groeit de wereldwijde markt van kredietderivaten zo snel dat zorgen ontstaan – bij toezichthouders en ook bij de sector – met betrekking tot de administratieve afwikkeling en de juridische risico's van de derivaatcontracten. Vanwege de snelle groei kampen veel financiële instellingen met

administratieve achterstanden in de verwerking van de derivaatcontracten. In 2005 publiceert de Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG), een internationale werkgroep bestaande uit bankiers, een kritisch rapport met aanbevelingen om het tegenpartijrisico van derivaten te reduceren, onder meer door het terugdringen van administratieve achterstanden bij de verwerking van derivatentransacties en door de oprichting van een centrale tegenpartij (het 'tweede Corrigan rapport'). DNB gaat na welke aanbevelingen uit dit rapport voor Nederlandse instellingen het meest relevant zijn.<sup>20</sup> In het uitvoerend toezicht wordt dit opgepakt door administratieve achterstanden op te nemen als onderdeel van de risicoanalyseprocedure van DNB. Mede door het tweede Corrigan rapport en door de inspanningen van toezichthouders en de financiële instellingen zijn de administratieve achterstanden bij Nederlandse banken goeddeels weggewerkt voordat de financiële crisis in 2007 uitbreekt.

Bij het uitbreken van de financiële crisis in 2007 wordt duidelijk dat het overgrote deel van de transacties in kredietderivaten wordt gedreven door speculatieve motieven en niet door overwegingen van risicobeheersing. Schattingen suggereren dat 80% van de handel in derivaten wordt gedreven door speculatiemotieven. In het najaar van 2007 stelt DNB een discussiestuk op over het gebruik van onderpand in derivatentransacties en over de wijze waarop instellingen het tegenpartijrisico beheersen. Het discussiestuk benadrukt de aanbevelingen uit het bovengenoemde tweede Corrigan rapport, en wijst erop dat het ontbreken van initial margins (stortingen van initieel onderpand) bij veel OTC derivatentransacties een belangrijke stimulerende factor is. (Initial) margin is van belang om het verlies te kunnen opvangen dat ontstaat als gevolg van een tegenpartij die in gebreke blijft. Omdat in de praktijk weinig of geen initial margin wordt vereist door financiële instellingen bestaat het risico dat bij oplopende marktvolatiliteit plotseling aanzienlijke bijstortverplichtingen gelden (margin calls), waarvan een procyclische werking uitgaat. Het interne discussiestuk adviseert het Bazels Comité te vragen een nadere analyse uit te voeren naar het gebruik van (initial) margins en te bezien of additionele toezichtmaatregelen noodzakelijk zijn. In 2008 vraagt DNB opnieuw aandacht voor de beheersing van tegenpartijkredietrisico's. Ditmaal wordt het thema overgenomen in het werkprogramma van het Bazels Comité. Op 17 december 2009 publiceert het Bazels Comité uitgebreide voorstellen ten aanzien van de beheersing van het tegenpartijrisico bij derivatentransacties als onderdeel van een groter pakket aan maatregelen om het toezichtraamwerk te verstevigen. Hoofdstuk 6 'De Bazelse akkoorden nader bekeken' gaat nader in op deze voorstellen.

Door de financiële sector wordt in 2009 gewerkt aan de oprichting van centrale tegenpartijen voor de afwikkeling van kredietderivaten. Centrale tegenpartijen bevorderen de transparantie van de markt daar alleen gestandaardiseerde contracten

<sup>20</sup> Zie voor een nadere toelichting op de opvolging die DNB heeft gegeven aan het tweede Corrigan rapport het OFS van september 2006 (box 3).



centraal kunnen worden afgewikkeld. In dat verband werkt de Europese Commissie aan nieuwe regelgeving om het gebruik van centrale tegenpartijen te stimuleren en om de transparantie van de CDS-markt te vergroten. Dit is in lijn met de oproep van de G20 om de belangrijkste delen van de financiële infrastructuur te versterken en de risico's van de derivatenmarkt te verminderen. Voorts dragen centrale tegenpartijen bij aan een stabiel financieel systeem, doordat posities op dagbasis moeten worden afgedekt met onderpand. Een nadeel van het gebruik van centrale tegenpartijen is dat het leidt tot concentratierisico's. Om die reden werken de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), beide internationale gremia voor het toezicht op beurzen en clearing- en betaalsystemen, aan nieuwe internationale richtlijnen voor het toezicht op centrale tegenpartijen. Deze zullen de bestaande richtlijnen uit 2004 vervangen.

### *Securitisatie*

In 1994 schrijft een werkgroep van DNB een rapport over de vraag hoe moet worden omgegaan met het voor Nederlandse begrippen nieuwe fenomeen van securitisatie. Het rapport beveelt aan in overleg met de sector en met het Ministerie van Financiën te komen tot een beleidslijn voor securitisaties. De voorgestelde beleidslijn zal uiteindelijk resulteren in een memorandum dat in 1997 verschijnt. In het memorandum worden naast de mogelijke voordelen die securitisatie voor een instelling biedt, ook de nadelen en risico's benoemd waaronder het morele risico dat instellingen omwille van reputatieoverwegingen de gesecuritiseerde activa (moeten) terugnemen op de balans.

In juni 1999 maakt het Bazels Comité het voornemen kenbaar internationale solvabiliteitseisen te ontwikkelen voor securitisaties. Het Bazels Comité erkent de voordelen van securitisaties, maar stelt ook met bezorgdheid vast dat banken securitisatie gebruiken om de kapitaalregels te arbitreran. Het Bazels Comité richt een werkgroep op om de nieuwe regelgeving nader uit te werken. Doordat in diverse landen, vooral in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, al nationale regelingen inzake securitisatie bestaan, blijkt het lastig op dit terrein consensus te bereiken over te formuleren regels. De werkgroep komt uiteindelijk met een compromisvoorstel, dat begin 2001 ter consultatie wordt gepubliceerd. Het voorstel bevat een nadere uitwerking van de solvabiliteitsregels voor securitisaties en de mogelijkheid de solvabiliteitseisen te bepalen aan de hand van externe ratings.

In 2001 inventariseert DNB de mogelijke gevolgen van securitisatie voor de financiële stabiliteit. Een beleidsnota stelt onder andere dat securitisatie mogelijk macro-economische risico's met zich brengt omdat het een kredietverruimend effect heeft. De nota beschrijft dat de snelle hypothecaire kredietgroei in Nederland deels mogelijk is gemaakt door securitisatie. Verder wordt opgemerkt dat de leenmogelijkheden van de particuliere sector afhankelijker worden van het sentiment



op de kapitaalmarkt. Ook extern, zoals in haar Statistisch Bulletin, beschrijft DNB de snelle groei van de Nederlandse securitisatiemarkt. Opgemerkt wordt dat door de snelle groei een vertekening optreedt in de gerapporteerde kredietcijfers van banken. Dit is een gevolg van de behandeling van traditionele securitisaties waarbij de onderliggende activa veelal van de balans van instellingen verdwijnen, waardoor de gerapporteerde kredietverlening een onderschatting van de feitelijke kredietverlening weergeeft. Omgekeerd vermeldt het bulletin ook de omvang van de Nederlandse SPVs waarmee de aanvankelijke vertekening wordt gekwantificeerd. DNB besluit begin 2009 tot plaatsing op haar website van gecombineerde cijfers: de tot dan toe intern gecorrigeerde groeireeks van het uitstaande kredietvolume aan Nederlandse bedrijven en hypothecaire leningen.

Vanaf 2000 werkt DNB aan de herziening van het securitisatie memorandum uit 1997. De noodzaak voor een nieuwe beleidsregel groeit omdat iedere securitisatie nog afzonderlijk door DNB wordt getoetst. Hierdoor ontstaan veel individuele beoordelingen, hetgeen onduidelijkheid creëert bij Nederlandse banken over de gehanteerde normen. Onderdeel van de herziening is tevens een voorstel voor een rapportagekader voor securitisaties. Hoewel het de bedoeling is de nieuwe beleidsregel eind 2002 te introduceren, zal deze uiteindelijk pas in april 2004 in werking treden. De vertraging wordt veroorzaakt door de tijd die de consultatie van de sector vergt en in het verlengde daarvan door de parallelle ontwikkeling van het internationale securitisatieraamwerk in Bazel. Nederlandse banken wijzen erop dat de nieuwe beleidsregel van DNB op onderdelen strenger is dan het aankomende internationale kapitaalakkoord Bazel II. Zo kennen de Nederlandse regels een kapitaaleis voor het risico dat leningen met een lange looptijd, bijvoorbeeld hypotheken, weer terugkeren op de balans. Kapitaaleisen voor deze looptijds mismatch zijn internationaal echter niet gangbaar. De banken zijn van mening dat dit nadelig is voor de internationale concurrentiepositie en zij roepen op het level playing field te behouden. Na lange discussies wordt aansluiting gezocht bij Europese richtlijnen op dit punt en blijft 'goldplating' achterwege.

De plannen met betrekking tot een rapportagekader worden niet ingevoerd vanwege het terugdringen van de administratieve lasten. Daarbij wordt ook het voorstel geschrapd de toezichthouder vooraf te informeren (notificeren) over een op handen zijnde securitisatie. Omdat in de nieuwe beleidsregel securitisaties niet langer ter goedkeuring aan DNB hoeven worden voorgelegd, moet DNB terugvallen op publieke informatiebronnen met betrekking tot de securitisatie-activiteiten van instellingen.

In 2007 worden met de invoering van de Wft, waarin ook het kapitaalakkoord Bazel II is geïmplementeerd, de toezichtkaders voor securitisaties opgenomen in hoofdstuk 6 van de Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico.

Parallel aan de veranderingen in de toezichteisen vinden ook enkele andere voor securitisatie relevante wijzigingen van de regelgeving plaats. In 1997 wordt tegelijk

met de publicatie van het securitisatie memorandum een vrijstellingsbepaling opgenomen in de Wtk 1992 waardoor instellingen geen bankvergunning meer hoeven aan te vragen bij de oprichting van een speciale entiteit voor securitisatiedoeleinden (SPV). In 2002 herzielt het Ministerie van Financiën de vrijstellingsregeling van de Wtk 1992. De nieuwe regeling verruimt de vrijstelling om zonder vergunning gelden aan te trekken van professionele marktpartijen. Op 1 oktober 2004 wordt securitisatie verder vergemakkelijkt, doordat nieuwe wetgeving wordt aangenomen die het mogelijk maakt te securitiseren via een 'stille cessie', dat wil zeggen zonder notificatie van de debiteuren van de onderliggende activa. Redenen voor de invoering van de stille cessie zijn onder andere (i) aansluiting op het internationale speelveld, (ii) verdere reductie van de administratieve lasten en (iii) de al bestaande mogelijkheid de notificatievereiste te omzeilen via aangepaste constructies.

In het in 2003 door DNB ingevoerde raamwerk voor geconsolideerd liquiditeitstoezicht worden ook de off-balance posities meegewogen die door securitisatie ontstaan. Het liquiditeitsrisico bij entiteiten zoals SPVs en conduits is er vooral in gelegen dat de financiering van die entiteiten onverhoopt niet kan worden vernieuwd. In het liquiditeitstoezicht van DNB wordt het door SPVs en conduits uitgegeven schuld papier behandeld alsof dat schuld papier is uitgegeven door de initiërende banken zelf. Het wordt met andere woorden meegeconsolideerd. De Nederlandse liquiditeitseisen schrijven vervolgens voor dat tegenover een dergelijk liquiditeitsrisico liquiditeitsbuffers moeten staan. Een bijkomend effect hiervan is dat er binnen de bank een beprijzing plaatsvindt van de liquiditeit: het aanhouden van liquiditeit brengt immers kosten met zich, en deze kosten kunnen dan binnen de bank worden toegerekend aan de zakelijke activiteiten die verantwoordelijk zijn voor de securitisaties.

DNB vraagt in 2006 de instellingen een stressscenario door te rekenen. Het stressscenario gaat ondermeer uit van een situatie waarin al gedane securitisaties terug op de balans moeten worden genomen en geplande securitisaties door het opdrogen van de markt niet kunnen worden geplaatst. Het gehanteerde scenario, dat het opdrogen van de markt gedurende tien dagen veronderstelt, wordt op dat moment door marktpartijen als onrealistisch zwaar gezien. In maart 2007 publiceert DNB de uitkomsten in box 4 van haar Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS). Over het algemeen rapporteren de banken dat ze beschikken over voldoende liquide middelen, activa en onderpand om ernstige liquiditeitscrises te weerstaan.

In 2008 wordt een nieuw internationaal securitisatieraamwerk van kracht als onderdeel van het Bazil II raamwerk. Naar aanleiding van de crisis wordt het raamwerk al in de loop van 2008 en 2009 op een aantal punten herzien. Op 17 december 2009 consulteerde het Bazils Comité nieuwe voorstellen, die ondermeer voorzien in een verhoging van de risicogewichten voor hersecuritisaties en liquiditeitsfaciliteiten bij conduits. Ook de Europese Commissie heeft voorstellen ontwikkeld die de eisen

aanscherpen voor securitisaties. Deze worden naar verwachting eind 2010 en begin 2011 van kracht.

#### *Toezicht op hedgefondsen en private investeringsfondsen*

In reactie op de bijna-ongegang van het hedgefonds LTCM in september 1998, komt het Bazels Comité in 1999 met een ‘sound practices paper’ over het risicobeheer van banken ten aanzien van tegenpartijen met een hoge leverage zoals hedgefondsen. In 2000 en in 2001 wordt het paper opgevolgd met nieuwe studies en aanbevelingen door het Bazels Comité met betrekking tot het risicobeheer van banken rondom hedgefondsen.

In maart 2005 kijkt DNB in het OFS naar het risicobeheer van pensioenfondsen inzake hedgefondsen. In navolging daarop worden in 2006 principes ontwikkeld voor ‘intransparante beleggingen met in het algemeen een hoog risicoprofiel’ gericht op zowel pensioenfondsen als verzekeraars en voor zover van toepassing ook op banken. Na een consultatieronde met de sector worden de principes gevat in een nieuwe beleidsregel, de Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen, die in augustus 2007 wordt gepubliceerd. De beleidsregel krijgt onder meer navolging in de ‘Good Practices in Risk Management of Alternative Investment by Pension Funds’ van de International Organisation of Pension Supervisors (IOPS).

#### *Externe kredietbeoordelingen*

Kritiek op rating agencies is niet nieuw. Aan het begin van de 21<sup>e</sup> eeuw waren wereldwijd al kritische geluiden te horen over het voorspellende vermogen van externe kredietbeoordelaars (credit rating agencies), de mate van concurrentie in de markt voor ratings en de potentiële belangverstrengeling met de uitgevende partij. In dat kader is de SEC een onderzoek gestart dat in 2006 leidde tot de Credit Rating Reform Act. Hiermee krijgt de SEC de mogelijkheid de registratie af te dwingen van kredietbeoordelaars als Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO). Deze registratie richt zich vooral op de verslaglegging en vastlegging van historische ratings door de rating agencies. Anno 2010 zijn in de Verenigde Staten ook voorbereidingen gaande om het toezicht op credit rating agencies te verscherpen, transparantie van het rating proces te vergroten en de kwaliteit van de ratings te verbeteren.

Het gebruik van rating agencies binnen Bazel II is – en was – geen ideale keuze. Problemen en beperkingen rondom rating agencies waren bekend en zijn ook onderkend door toezichthouders.<sup>21</sup> Dat toch werd gekozen voor het gebruik van externe ratings heeft er mee te maken dat de rol van rating agencies gemeengoed

<sup>21</sup> Het CGFS publiceert in januari 2005 een rapport met betrekking tot de risico's, vooral belangenverstrengeling, op het gebied van rating agencies en hun beoordelingen. Begin 2007 berichtte het OFS dat instellingen niet blindelings op externe ratings moeten vertrouwen.

was in de markt en dat er voor kleinere banken zonder intern model en voor posities in complexe gestructureerde producten geen alternatief voorhanden was om een risicogebaseerd raamwerk in te voeren.

Op korte termijn zal een aantal veranderingen worden doorgevoerd. Sinds oktober 2009 is binnen de Europese Unie een verordening van kracht die de criteria voor kredietbeoordelaars aanscherpt. Zo is de bestaande erkenningsprocedure uitgebreid met een registratieprocedure. Andere doelen van deze verordening zijn potentiële belangenconflicten bij externe kredietbeoordelaars te voorkomen en te beheersen, de kwaliteit te verbeteren van de output van kredietbeoordelaars, de transparantie te vergroten van de activiteit van kredietbeoordelaars en een toezicht- en handhaving-regime op te zetten voor de Europese Unie.

Het Bazels Comité heeft eind 2008 opdracht gegeven de rol van externe ratings binnen het raamwerk kritisch tegen het licht te houden en waar nodig en mogelijk aan te passen. Op het gebied van de gestructureerde producten staat een aantal ingrijpende aanpassingen op de rol. Ten eerste zullen de operationele voorwaarden omhoog gaan voor het gebruik van externe ratings; instellingen moeten zich aantoonbaar en gedetailleerd verdiepen in de transactiestructuur en de onderliggende activa. Ten tweede zal de externe rating worden vergeleken met uitkomsten van andere methoden. Hierbij zullen grote verschillen leiden tot een meer prudente aanpak. Ten derde zal voor hersecuritisaties en liquiditeitsfaciliteiten bij conduits een hogere kapitaaleis gelden.

## 6 De Bazelse akkoorden nader bekeken

*De kredietcrisis illustreert de sterke internationale verwevenheden binnen de financiële sector en daarmee de relevantie van internationale coördinatie in toezicht. Al ver voor de uitbraak van de crisis is vanuit het Bazels Comité intensief gewerkt aan een meer fijnmazig en risicogevoelig internationaal toezichtraamwerk voor banken, het kapitaalakkoord Basel II. Dit hoofdstuk licht eerst de activiteiten van het Bazels Comité toe, behandelt vervolgens de kernelementen van de drie pilaren van Basel II en vat daarna nieuwe voorstellen samen die anno 2010 de agenda van het Bazels Comité domineren.*

### **Inleiding**

Het wereldwijde orgaan waar banktoezichthouders samenwerken, is het Bazels Comité voor Banktoezichthouders (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS). Eind 2009 heeft het Bazels Comité belangrijke aanpassingen aangekondigd van de bestaande regels voor banken. De aanpassingen zullen de fundamenteën van het systeem versterken. De crisis heeft immers geleerd dat banken een hogere kwaliteit en niveau aan buffers nodig hebben om onverwachte schokken op te vangen. Tevens heeft de crisis getoond dat in essentie solvabele instellingen door liquiditeitsproblemen toch in moeilijkheden kunnen komen. Vanwege het grensoverschrijdende karakter van het bankwezen moeten de aanpassingen in het kapitaal- en liquiditeitsregime tot stand worden gebracht door nauwe internationale samenwerking en afstemming tussen nationale toezichthouders.

Dit hoofdstuk gaat allereerst kort in op de rol en de doelstelling van het Bazels Comité, dat een cruciale rol speelt in de vaststelling van internationale regels voor het bankwezen. Het beschrijft het proces rond de totstandkoming van de internationale kapitaalakkoorden en de inbedding van de akkoorden in Europese en nationale wetgeving. Vervolgens gaat het hoofdstuk in op de vernieuwingen die het Basel II kapitaalakkoord introduceerde, zoals de grotere oriëntatie op risico's, het gebruik van interne modellen door banken, supervisory review en stresstesting, prik-

kels om het risicomanagement te verbeteren en publicatievereisten voor banken. Het hoofdstuk bespreekt daarna de voorstellen van het Bazels Comité van eind 2009 ter versterking van het Bazel II kapitaalraamwerk. De belangrijkste onderdelen die worden onderscheiden, zijn de strengere eisen aan de kwaliteit van het bancaire kapitaal en de zwaardere kapitaaleisen voor posities in het handelsboek en bepaalde complexe financiële producten. Ook bespreekt het de mogelijkheden procycliciteit van het kapitaalregime af te zwakken en gaat het in op de mogelijke invoering van een leverage ratio, een simpele kapitaalmaatstaf waarmee de schuldopbouw van banken inzichtelijk wordt gemaakt. Tevens staat het hoofdstuk stil bij suggesties systeemrelevante banken een extra kapitaaleis op te leggen. Het hoofdstuk eindigt met de voorstellen die het Bazels Comité op het terrein van liquiditeitstoezicht heeft gedaan, waarbij de liquiditeitseisen nader worden uitgewerkt die DNB eerder al op eigen initiatief had geïntroduceerd.

## Achtergrond van de Bazelse kapitaalakkoorden

### *Oprichting en doelstelling Bazels Comité*

Het Bazels Comité werd in 1974 opgericht op initiatief van de gouverneurs van de centrale banken van de G10. Aanleiding hiervoor was de ondergang van het Duitse Bankhaus Herstatt in 1974, waarbij de noodzaak van betere informatie-uitwisseling en coördinatie tussen de nationale toezichthouders pijnlijk aan het licht kwam. Het eerste document dat het Bazels Comité publiceert, is dan ook het Concordaat inzake informatie-uitwisseling tussen toezichthouders. Bij oprichting waren in het Bazels Comité de grootste economieën (de G10) vertegenwoordigd (waaronder Nederland). In het voorjaar van 2009 is het lidmaatschap uitgebreid tot alle G20 landen, alsmede Hong Kong en Singapore.<sup>22</sup> Sinds 2006 is DNB president Wellink voorzitter van het Bazels Comité. Het secretariaat van het Comité is gehuisvest bij – en wordt overzien door – de Bank voor Internationale Betalingen in Bazel (Bank of International Settlements, BIS). De vijftien medewerkers van het secretariaat zijn voor het merendeel gedetacheerde toezichthouders uit de deelnemende landen. De BIS huisvest ook de secretariaten van de International Association of Insurance Supervisors, het Joint Forum en het Financial Stability Board (tot april 2009 het Financial Stability Forum).

De doelstelling van het Bazels Comité is de kwaliteit van het toezicht op banken te versterken door nationale toezichthouders op internationaal niveau intensief te laten samenwerken. Dit wordt nagestreefd door informatie uit te wisselen, concrete voorstellen te behandelen om toezichtpraktijken te verbeteren en gezamenlijk

<sup>22</sup> Het lidmaatschap omvat daarmee de volgende 27 landen: Argentinië, Australië, België, Brazilië, Canada, China, Duitsland, Frankrijk, Hong Kong SAR, India, Indonesië, Italië, Japan, Zuid-Korea, Luxemburg, Mexico, Nederland, Rusland, Saoedi-Arabië, Singapore, Spanje, Turkije, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Zuid-Afrika, Zweden en Zwitserland. Zie voor meer informatie de website van het Bazels Comité; <http://www.bis.org/bcbs/>.

minimumstandaarden te ontwikkelen voor het toezicht op banken. Het bekendste product van het Bazels Comité zijn de solvabiliteitseisen voor banken, vastgelegd in de Bazelse kapitaalakkoorden, beter bekend onder de naam Basel I (het oorspronkelijke raamwerk uit 1988) en Basel II. Minder bekend, maar niet minder belangrijk, zijn de Bazelse Core Principles voor effectief banktoezicht, die in 1997 zijn opgesteld en die in 2006 zijn herzien. Diverse organisaties, waaronder het IMF, beoordelen het toezicht op de financiële sector in een land aan de hand van deze Core Principles.

Aanbevelingen van het Bazels Comité worden bekrachtigd door de governing body van het Bazels Comité, waarin de Central Bank Governors and Heads of Banking Supervision (GHoS) van de lidstaten die deel uitmaken van het Comité zijn vertegenwoordigd. Het is opvallend dat ondanks het ontbreken van formele supranationale bevoegdheden op het gebied van het banktoezicht, de aanbevelingen en standaarden van het Bazels Comité, die het karakter hebben van minimumcondities, over het algemeen wereldwijd worden toegepast. Dit illustreert de kracht van de aanbevelingen van het Bazels Comité en tegelijkertijd het hybride karakter van internationaal toezicht: landen willen samenwerken, maar formele supranationale bevoegdheden zijn nog een stap te ver.

#### *Internationaal kapitaalraamwerk van cruciaal belang*

Parallel aan de verlaging van de internationale handelsbarrières en de liberalisatie van nationale en internationale kapitaalmarkten, heeft het bankwezen de afgelopen decennia geleidelijk een sterk internationaal karakter gekregen. Banken zijn op verschillende manieren grensoverschrijdend actief: via het openen van een bijkantoor – dat juridisch gezien een onderdeel van het moederbedrijf vormt – of via het oprichten van een juridisch zelfstandig dochterbedrijf in het buitenland. In de praktijk bewandelen banken vaak nog een derde weg om internationaal te expanderen, namelijk door middel van een fusie of een samenwerkingsverband met een buitenlandse bank. Nederlandse banken zijn een sprekend voorbeeld van de trend tot internationalisering in het bankwezen.

Het grensoverschrijdende karakter van het bankwezen vergroot de noodzaak van nauwe internationale samenwerking tussen nationale toezichthouders. Ten eerste is het noodzakelijk het toezicht op hoofdlijnen te harmoniseren, om gelijke concurrentieverhoudingen te bewaken en toezichtarbitrage te voorkomen. Naast harmonisatie van toezichtregels, vereist de internationalisering van het bankwezen ook coördinatie van de activiteiten van nationale toezichthouders en informatie-uitwisseling. Dit is essentieel omdat banken (en conglomeraten waar een bank deel van uitmaakt) internationaal opereren, terwijl nationale grenzen de bevoegdheden van toezichthouders beperken. Om te voorkomen dat bepaalde onderdelen van internationale banken aan de aandacht van toezichthouders ontsnappen, zijn duidelijke afspraken nodig over de verdeling van verantwoordelijkheden tussen

nationale toezichthoudende instanties. Daarnaast is het van belang dat toezichthouders elkaar tijdig op de hoogte brengen van mogelijke problemen bij bepaalde onderdelen van internationaal opererende banken. Financiële moeilijkheden bij een relatief kleine, buitenlandse dochter kunnen immers een grote invloed hebben op de gezondheid van een internationaal financieel conglomeraat.

De financiële crisis bevestigt opnieuw dat de maakbaarheid van de financiële wereld voor nationale toezichthouders is afgenomen als gevolg van de mondialisering en de toegenomen internationale verwevenheid en complexiteit van de financiële sector. Goede samenwerking tussen toezichthouders en vooral ook het afspreken en handhaven van vergelijkbare toezichteisen, is daarom nog belangrijker geworden. Om deze redenen, en ook vanwege de omvangrijke buitenlandse activiteiten van Nederlandse instellingen, heeft DNB zich in het internationale overleg de afgelopen decennia sterk gemaakt voor hoogwaardige, universeel geldende toezichtstandaarden. DNB-medewerkers vervullen op het internationale toezichttoneel een actieve rol in het tot stand komen van standaarden en nemen regelmatig voorzitterschappen van werkgroepen van het Bazels Comité op zich. Zo zijn bijvoorbeeld de richtlijnen voor stresstesting en het securitisatieraamwerk onder voorzitterschappen van DNB-medewerkers tot stand gekomen.

#### *Redenen voor vervanging van Bazel I*

Een belangrijk wapenfeit van het Bazels Comité op het terrein van solvabiliteits-toezicht is de opstelling van het Bazelse kapitaalakkoord in 1988 (Bazel I), waarin minimumeisen zijn vastgelegd met betrekking tot de door banken aan te houden hoeveelheid eigen vermogen. Dit wordt bereikt door middel van een gemeenschappelijke definitie van het begrip 'eigen vermogen', een specificatie van een methode om de solvabiliteitspositie van banken te meten en de vastlegging van een minimale solvabiliteitsnorm (te weten 8% kapitaal ten opzichte van risicogewogen activa; de 'BIS-ratio'). Bazel I werd in 1989 overgenomen in de Europese solvabiliteitsrichtlijn. Het akkoord kwam tot stand in een periode waarin de solvabiliteit van veel banken geleidelijk verslechterde. Dit werd onder andere veroorzaakt door de relatief soepele kapitaaleisen in Japan, waardoor Japanse banken vooral in de jaren tachtig snel konden groeien. Uit concurrentieoverwegingen zagen veel banken in andere landen zich ook genoodzaakt hun solvabiliteit te minimaliseren. Daarbij kwam dat veel internationaal opererende banken waren verzwakt door de schulden crisis die aan het begin van de jaren tachtig was uitgebroken. Toezichthouders voelden zich geroepen de erosie van kapitaaleisen een halt toe te roepen door middel van de formulering van een internationale standaard. Dankzij Bazel I is de kapitalisatie van het internationale bankwezen geleidelijk aan verbeterd, vooral doordat de solvabiliteit toenam van relatief zwak gekapitaliseerde instellingen. Met de internationale standaard is tevens een level playing field tot stand gebracht.



In 1996 werd Bazel I uitgebreid met het zogenoemde marktrisicoamendement. Bazel I bevatte daarmee een wereldwijde standaard voor minimale solvabiliteitseisen voor krediet- en marktrisico. Banken dienden voor deze risico's een buffer aan te houden in de vorm van kapitaal (in beginsel hoofdzakelijk eigen vermogen). Het akkoord voorzag in een grofmazige bepaling van het risico in de activa van een bank, en koppelde daaraan een minimum kapitaaleis.

Gedurende de jaren negentig werd duidelijk dat Bazel I aan herziening toe was. Kritiekpunten betroffen de te beperkte risicogevoeligheid en flexibiliteit van het akkoord. Onder andere als gevolg van financiële innovaties en ontwikkelingen in het risicomangement van banken sloten de kapitaaleisen niet meer goed aan op het daadwerkelijke risicoprofiel van de activa. Zo trad bijvoorbeeld het fenomeen van 'regulatory arbitrage' op, waarbij banken door middel van securitisatie laag-risico leningen van de balans haalden die onder het geldende raamwerk het relatief zware risicogewicht van 100% kregen. Ook gaven instellingen leningen met een looptijd van 364 dagen uit, die binnen de 1-jaars horizon van het raamwerk vielen en daarom een lagere kapitaaleis kenden. Daarnaast was het raamwerk te weinig flexibel om financiële innovaties in te passen (zie ook hoofdstuk 5 'Financiële innovatie en toenemende complexiteit'). Zo werden in beginsel risicoverlagende producten als kredietderivaten en onderpand veelal niet erkend, waardoor het gebruik ervan niet werd beloond met lagere kapitaaleisen. Het risico van securitisaties werd bovendien niet in een adequate kapitaaleis vertaald. Het gevolg is dat de solvabiliteitsratio's conform Bazel I steeds minder informatie gaven over de daadwerkelijke kapitalisatie van banken. Andere kritiekpunten betroffen de geringe mate waarin het toezicht gebruik maakte van de disciplinerende werking van het marktmechanisme en het ontbreken van een kapitaaleis voor operationeel risico.

Om deze tekortkomingen te verhelpen, heeft het Bazels Comité sinds het einde van de jaren negentig gewerkt aan de ontwikkeling van een nieuw akkoord, Bazel II. De grote vernieuwing daarin was dat de risicoschattingen die de banken zelf opstellen met behulp van interne systemen centraal staan in het bepalen van de kapitaalbuffer. Het beoordelen van de kwaliteit van risicoschattingen en risicomangement is daarmee expliciet een belangrijke taak van de toezichthouder geworden.

#### *Vastlegging van Bazel II in Europese en nationale wetgeving*

De totstandkoming van Bazel II verliep moeizaam. Na het uitbrengen van drie consultatiedocumenten (waarvan de laatste in de zomer van 2003) en het houden van een drietal Quantitative Impact Studies (QIS) heeft het Bazels Comité in de zomer van 2004 de zogeheten 'Mid-Year Text' gepubliceerd waarmee zij het herziene raamwerk bekrachtigde. Achtergrond van de langdurige onderhandelingen naar een nieuw kapitaalakkoord waren grote internationale belangentegenstellingen en het ontbreken van politieke steun in vooral de Verenigde Staten. Met die achtergrond heeft Bazel II in de onderhandelingen op belangrijke punten aan prudentie verloren. Zo bleek het niet haalbaar een eenduidige kapitaaleis voor renterisico te

introduceren en is de behandeling versoepeld van specifieke portefeuilles, zoals Midden- en Kleinbedrijf en credit card faciliteiten.

Bazel II is, grotendeels ongewijzigd, vastgelegd in Europese richtlijnen (de Capital Requirements Directive (CRD) en Capital Adequacy Directive (CAD)) die in 2005 werden goedgekeurd door het Europees Parlement. Een essentieel verschil tussen de internationale samenwerking in het Bazels Comité en op Europees niveau is dat het Bazels Comité uitsluitend niet-bindende aanbevelingen kan doen, terwijl Europese richtlijnen een juridische basis hebben. De lidstaten van de EU zijn verplicht de Europese richtlijnen binnen twee jaar in hun nationale wetgeving te verwerken. In Nederland zijn de richtlijnen vertaald naar de Wet financieel toezicht (Wft), die op 1 januari 2007 van kracht werd.

De omzetting van de Bazelse kapitaalakkoorden in de CRD heeft rond 150 nationale discretionaire bevoegdheden opgeleverd, dat is de beleids- en interpretatieruimte die nationale autoriteiten en toezichthouders hebben om de bepalingen uit te leggen. Bovendien is sprake van minimum harmonisatie. Dit betekent dat de wetgever in beginsel ruimte heeft sturend op te treden via de invulling van de nationale discreties en het zonodig opstellen van aanvullende of strengere regels bovenop het Europese minimum (ook wel 'gold plating' genoemd). Door invulling van de nationale discreties en aanvulling van het raamwerk waar dat nodig wordt gevonden, kan de nationale wetgever een belangrijke stempel op deze regelgeving drukken. Doordat die ruimte in Nederland door de overheid niet is benut, zijn de minimumnormen in het Europese raamwerk voor het Nederlandse prudentiële toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen onder de Wft dé norm geworden. Achterliggende gedachte was dat gold plating kan leiden tot extra administratieve lasten en/of tot verstoring van de internationale concurrentieverhoudingen. Wel vereist DNB in bepaalde gevallen een substantiële aanvullende kapitaalbuffer onder de zogeheten tweede pilaar (zie verderop). In het internationale overleg heeft DNB regelmatig de noodzaak bepleit van het aanhouden van extra kapitaal, boven de minimumvereisten van Bazel II.

Ook in landen als Australië, Canada, Hong Kong, Japan, Singapore en Zwitserland is Bazel II rond de genoemde data ingevoerd. In de Verenigde Staten is het herziene raamwerk vertaald in een 'Notice of Proposed Rulemaking', die grotendeels met de CRD overeenkomt en die alleen zal gelden voor de grootste instellingen. Feitelijke invoering door de Amerikaanse banken laat echter nog op zich wachten. Een steun in de rug is niettemin dat de G20 onlangs volledige steun heeft uitgesproken voor Bazel II en zich heeft gecommitteerd aan een volledige implementatie.

Omdat Bazel II in de aanloop naar de crisis nog niet door middel van nationale wetgeving van kracht was geworden – het is in Europa pas in 2008 in werking getreden – hebben de aanpassingen in het aangepaste akkoord de opbouw van oneven-

wichtigheden niet kunnen verhinderen. Daarbij kunnen twee observaties worden gemaakt. Allereerst kan worden betoogd dat toezichthouders soepeler werden in het accepteren van securitisaties in de wetenschap dat nieuwe regelgeving op dit terrein in het verschiet lag. Ten tweede heeft de totstandkoming van nieuwe regels ter voorkoming van het misbruik van financiële innovaties een te lange doorlooptijd gehad. Was Bazel II al eerder in werking getreden – waar DNB een sterk voorstander van was – dan zou de opbouw van onevenwichtigheden mogelijk minder zijn geweest.

## **Het Bazel II akkoord inhoudelijk beoordeeld**

Het Bazel II akkoord kent enkele belangrijke vernieuwingen ten opzichte van Bazel I, zoals een grotere risico-oriëntatie, een kapitaaleis voor operationeel risico, kapitaaleisen voor securitisatieposities, het gebruik van externe ratings voor kredietwaardigheid, het gebruik van interne modellen door banken, supervisory review en stresstesting, prikkels om het risicomanagement te verbeteren en publicatievereisten voor banken. Drie belangrijke elementen uit Bazel I blijven overeind, te weten de hoogte van de 8% BIS-ratio, de definitie van kapitaal en de behandeling van markt-risico (de beoogde aanscherpingen op het terrein van dit specifieke risico waren nog niet afgerond). Voorafgaand aan het Bazel II proces had het Bazels Comité besloten dat een nieuw kapitaalregime de hoeveelheid kapitaal in het systeem gelijk zou dienen te laten en dat alleen naar de activazijde zou worden gekeken. Bovendien zou ook pas na afloop naar de kwaliteit van kapitaal worden gekeken. Het Bazel II akkoord is opgebouwd uit drie complementaire pijlers: minimum kapitaaleisen (pijler 1), supervisory review (pijler 2) en marktdiscipline (pijler 3). Deze worden onderstaand besproken. Aan het slot wordt kort ingegaan op de impact van Bazel II op kapitaal en op het gedrag van banken.

### **Pijler 1: Minimum kapitaaleisen**

De eerste pijler bevat minimum kapitaaleisen voor het marktrisico, kredietrisico en operationeel risico van banken. Voor het bepalen van de solvabiliteitseisen voor het marktrisico mogen banken een intern model hanteren, mits ze kapitaal aanhouden voor het eventrisico en het wanbetalingsrisico. Voor de bepaling van de solvabiliteitseisen voor het kredietrisico bestaan drie berekeningsmethoden, die onderling verschillen in de mate waarin banken een eigen risico-inschatting voor de kredietwaardigheid van debiteuren gebruiken. Dit zijn de standaardbenadering (standardised approach, SA) en de interne ratingbenadering (internal ratings-based approach, IRB) die bestaat uit twee varianten: de basisvariant (foundation IRB) en de meer geavanceerde variant (advanced IRB).

Een vernieuwing in Bazel II betreft de expliciete kapitaaleis voor operationeel risico. Dit is het risico van verliezen door tekortschietende interne procedures, menselijke fouten en falende systemen, of van externe gebeurtenissen, zoals fraude of inbraak. Ook hier is, naast een eenvoudige berekeningswijze, een methode beschikbaar die uitgaat van de eigen risico-inschatting door de bank. Belangrijke risicosoorten die ontbreken aan de eerste pijler van het Bazel II raamwerk zijn renterisico en kredietconcentratierisico. Voor beide risicotypen geeft Bazel II discretie aan de nationale toezichthouder.

Met de komst van Bazel II worden kapitaaleisen nauwkeuriger dan onder Bazel I in overeenstemming gebracht met het risicoprofiel van een bank. Hiermee wordt een belangrijke tekortkoming van Bazel I voor een niet onaanzienlijk deel rechtgezet. Onder Bazel I waren de kapitaaleisen weliswaar ook afhankelijk van risico's, maar de risicoschatting was nogal grofmazig. De financiële gezondheid van een tegenpartij kwam bijvoorbeeld vrijwel niet in de solvabiliteitseisen tot uiting. Een lening aan een financieel solide bedrijf kreeg zodoende dezelfde risicoweging als een lening aan een financieel kwetsbaar bedrijf. Dit resulteerde erin dat in sommige gevallen de minimum kapitaaleisen te hoog waren in verhouding tot het risico. Banken zochten daarom naar wegen om de hieruit voortvloeiende hoge kapitaalkosten te vermijden, bijvoorbeeld door securitisatie van relatief risico-arme leningen met een betrekkelijk hoog kapitaalbeslag. In andere gevallen waren de kapitaaleisen in het oude raamwerk te laag in verhouding tot het risico. Bepaalde typen liquiditeitsfaciliteiten werden bijvoorbeeld als risicovrij aangemerkt. Hier verhogen de Bazel II regels de minimum kapitaaleisen en daarmee de kosten, waardoor dergelijke producten minder aantrekkelijk worden. Overigens moet worden opgemerkt dat Bazel II slechts een model is. Minimum kapitaaleisen zullen altijd vereenvoudigingen bevatten. Om dit probleem te ondervangen, kent Bazel II naast minimum kapitaaleisen een tweetal veiligheidskleppen, de supervisory review (pijler 2) en disclosurevereisten (pijler 3).

### *Interne modellen*

In de loop der jaren hebben de grote banken geïnvesteerd in interne modellen om de kredietwaardigheid van debiteuren te beoordelen. De rol van interne modellen werd vergroot na de kritiek op het eerste Bazel II consultatiedocument (juni 1999) waarin een grote nadruk op externe ratings werd gelegd. Met de invoering van Bazel II mogen deze interne modellen van de banken worden gebruikt bij de berekening van kapitaaleisen. De achterliggende gedachte bij deze IRB benadering is dat een bank, mits haar risicobeheer voldoende geavanceerd is, beter dan wie ook in staat is de kredietwaardigheid van haar debiteuren in te schatten. Op deze manier wordt bovendien de afhankelijkheid beperkt van rating agencies. De toepassing van IRB is gebonden aan hoge normen voor het risicobeheer. Bovendien is voor het gebruik toestemming van de toezichthouder vereist (validatie). Deze normen hebben betrekking op verscheidene zaken. Zo is sprake van een uitgebreide dataver-

zaming- en documentatieplicht en ligt er nadrukkelijk bewijslast bij instellingen om te laten zien dat ze nauwkeurig zijn bij het schatten. Ook moeten interne schattingen voldoende rekening houden met perioden van economische neergang. Dit is nadrukkelijk van belang bij de schatting van verlies bij wanbetaling (ofwel loss given default, LGD). Het niet voldoen aan deze en/of andere randvoorwaarden heeft er in meerdere gevallen toe geleid dat een instelling (nog) niet mocht overstappen op de IRB benadering.

Met de keuzemogelijkheid voor een meer of minder geavanceerde aanpak voor de bepaling van de kapitaaleisen voor het krediet- en operationele risico doet Bazel II recht aan de verschillen tussen banken. Het gebruik van een complexere methode stelt hogere eisen aan de risicobeheersingsystemen en publieke verslaglegging door instellingen. Waar een instelling gebruik maakt van interne modellen, is voorafgaande toestemming van de toezichthouder vereist. Bovendien moet op grond van de derde pijler informatie publiek worden gemaakt die derden helpt een oordeel te vormen van de kwaliteit van die modellen. Bazel II stimuleert verbetering van het risicomanagement door lagere solvabiliteitseisen te stellen voor deze meer geavanceerde methoden.

#### *Rol externe ratings*

Naast de interne modellen, kent Bazel II een relatief grote rol toe aan externe kredietratings. Zo wordt onder de standaardmethode voor kredietrisico, die vooral door kleinere banken wordt gebruikt, de kredietwaardigheid van debiteuren gebaseerd op de ratings door een externe kredietbeoordelaar (credit rating agency). Ook voor securitisatieposities wordt gebruik gemaakt van externe kredietbeoordelingen. Daarmee tracht het Bazels Comité de kapitaaleisen in lijn te brengen met het feitelijke risicoprofiel zonder dat dit leidt tot een te grote complexiteit in de regelgeving. Er worden in principe drie soorten tegenpartijen onderscheiden: overheden, banken en bedrijven. De eisen variëren van een risicogewicht van 0% voor overheden met een goede rating tot 150% voor uitzettingen met een slechte rating. Een kwetsbaar bedrijf krijgt een lagere rating dan een solide bedrijf, en daardoor een hoger risicogewicht. Overigens heeft slechts een relatief klein aantal bedrijven een rating van een externe kredietbeoordelaar. Een bank die de standaardmethode toepast, dient onder de tweede pijler te laten zien dat ook risico's van tegenpartijen zonder rating goed worden begrepen. De toezichthouder heeft daarbij altijd de mogelijkheid bepaalde riskante vorderingen, bijvoorbeeld venture capital, in te delen in een hogere risicocategorie.

Naast richtlijnen voor de indeling van risico's bevat Bazel II een aantal voorwaarden waaraan een kredietbeoordelaar moet voldoen alvorens te worden erkend in het kader van de berekening van solvabiliteitseisen. Deze voorwaarden hebben betrekking op de objectiviteit, transparantie en onafhankelijkheid van de kredietbeoordelaar en worden getoetst door de nationale toezichthouder. In Europa heeft het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) nadere invulling gegeven

aan de eisen die gelden voor erkenning van kredietbeoordelaars. Overigens zullen kredietbeoordelaars in de komende jaren onder toezicht vallen van het nieuw op te richten Europese stelsel van financiële toezichthouders (ESFS).

#### *Behandeling van securitisaties en derivaten*

Bazel II voorziet ook in belangrijke verbeteringen in de behandeling van securitisaties en derivaten. Allereerst bevat het securitisatieraamwerk in Bazel II regels voor kapitaaleisen voor liquiditeitsverplichtingen en voor gekocht schuld papier van special purpose vehicles (SPV). Voor banken die liquiditeitsfaciliteiten verschaffen, zijn er diverse methoden om de kapitaaleisen te bepalen voor toegezegde (maar nog niet getrokken) liquiditeitsfaciliteiten. De kapitaaleis is afhankelijk van de condities waaronder de SPV op de faciliteit mag trekken. Die condities bepalen namelijk de waarschijnlijkheid dat de faciliteit verschuift van een off-balance verplichting naar een on-balance krediet. Ook is de looptijd van de faciliteit van belang. Een faciliteit met een langere looptijd krijgt een hoger risicogewicht dan een faciliteit met een korte looptijd. Al met al kan het kapitaalbeslag voor liquiditeitsfaciliteiten liggen tussen geen eis en volledige afdekking met kapitaal.

Ook banken die als belegger schuld papier hebben gekocht, krijgen een risicogevoelige kapitaaleis voor die positie. Bazel II beschrijft verschillende methoden om die te berekenen: welke methode wordt toegepast, hangt af van de benadering die de instelling gebruikt voor de bepaling van het kredietrisico (SA of IRB), de rol van de instelling (sponsor, initiator of investeerder) en de risicokarakteristieken van de positie. Op basis van deze karakteristieken wordt het risicogewicht bepaald. Het kapitaalbeslag voor schuld papier van hoge kwaliteit is minder dan 1%. Schuld papier van zeer slechte kwaliteit krijgt, via volledige afdekking, de hoogste kapitaaleis. Dit geldt ook voor de slechtste tranches die een bank vaak zelf terugkoopt na securitisatie van eigen kredieten. Onder de Bazel I regels gold een solvabiliteitslast van 8% ten opzichte van de omvang van de positie, ongeacht de kwaliteit van het gekochte papier.

Een evenwichtiger behandeling van securitisaties wordt verder bevorderd door risicogevoeligere kapitaaleisen voor gangbare kredietportefeuilles. Omdat ook de kapitaaleisen voor krediet onder Bazel II beter in overeenstemming zijn met het risico ervan, wordt in beginsel het verschil kleiner tussen de kapitaaleisen voor securitisaties en kapitaaleisen voor kredieten. Dat maakt dat er minder aanleiding is, louter vanwege lagere kapitaaleisen, dat krediet te securitiseren. Dat betekent overigens niet dat er geen andere goede redenen kunnen zijn kredieten te securitiseren, zoals het aantrekken van liquiditeit en het overdragen van risico's aan andere partijen.

#### *Nationale discretie*

Als eerder gezegd, kent Bazel II nationale discreties. Aandachtspunt is dat hiervan een concurrentieverstorende werking kan uitgaan, zeker als het verschil van invulling groot is tussen landen. Om dit probleem zoveel mogelijk te voorkomen,

dienen op internationaal niveau niet alleen de discreties zoveel mogelijk eenduidig geïnterpreteerd te worden, maar dient ook intensief overeenstemming te worden nagestreefd over de noodzaak van strenge, uniforme maatregelen. Binnen de Europese Unie wordt gaandeweg succes geboekt in het schrappen van discreties.

## **Pijler 2: Supervisory review**

De essentie van pijler 2 is het afstemmen van de omvang van het aan te houden kapitaal op het eigenlijke risicoprofiel van een bank. Het idee achter deze supervisory review is dat de kapitaaleis die uit pijler 1 voortvloeit, slechts een minimumeis aangeeft die onvoldoende rekening kan houden met het feitelijke risicoprofiel van elke individuele instelling. In het feitelijke risicoprofiel is er namelijk ook sprake van risico's die niet in de eerste pijler van Bazel II zijn opgenomen, maar wel materieel kunnen zijn, zoals concentratierisico en renterisico.

Banken dienen een scherp beeld te ontwikkelen van de blootstelling aan alle risico's en periodiek na te gaan of het aangehouden kapitaal voldoende is in relatie tot het risicoprofiel. Daartoe dient de bank onder pijler 2 te beschikken over een door de toezichthouder te beoordelen intern proces, het zogeheten Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP). Deze risicoanalyses van de banken worden periodiek door de toezichthouders beoordeeld, in het Supervisory Review and Evaluation Process (SREP). DNB voert jaarlijks voor elke onder toezicht staande instelling een SREP uit. Doel hiervan is het beoordelen van de kapitaaltoereikendheid van de instelling. Hieruit vloeien afspraken voort tussen DNB en de instelling over de strategieën en procedures die moeten worden toegepast in de bepaling van de hoogte, samenstelling en verdeling van het eigen vermogen. Uit de SREP kunnen additionele kapitaaleisen voortvloeien, bovenop de 8% BIS ratio. Hiermee fungeert de supervisory review als een instrument voor fine-tuning. In Nederland resulteert het SREP proces doorgaans in een pijler 2 kapitaalafpraak voor banken die substantieel boven de 8% minimum BIS-ratio ligt.

### *Stresstesten*

DNB ziet stresstesten als een belangrijk onderdeel van pijler 2 van het Bazel II raamwerk en van het ICAAP/SREP-proces. De kredietcrisis onderstreept het belang hiervan. Al sinds 2004 voert DNB, in het kader van het IMF Financial Sector Assessment Program (FSAP), scenarioanalyses en macro-stresstesten uit, om het bewustzijn van de risico's bij de onder toezicht staande instellingen te vergroten. Naast stresstesten door individuele banken hebben de macro-stresstesten die DNB in de afgelopen jaren simultaan voor verschillende financiële instellingen heeft georganiseerd, het inzicht in risico's in belangrijke mate vergroot. In 2006 zijn in samenwerking met de onder toezicht staande banken bijvoorbeeld de economische effecten doorgerekend van een abrupte marktverstoring, waarbij banken geen lenin-



gen meer konden doorverkopen. Dit scenario had sterke parallellen met de mechanismen die zich later in de realiteit ontvouwd. Er waren echter ook belangrijke verschillen; achteraf gezien onderschatte het scenario de mogelijke duur van een dergelijke marktverstoring. Het spreekt voor zich dat het verloop van de huidige financiële crisis mede als input zal dienen voor de ontwikkeling van toekomstige stresstesten.

De brede doelstelling van de stresstest is, in aanvulling op de reguliere monitoring, de financiële positie van de instellingen op geaggregeerd niveau te beoordelen in het licht van de verwachte economische ontwikkelingen en mogelijk verdere negatieve ontwikkelingen in de economie en op de financiële markten. Op die manier wordt actuele en vooruitkijkende informatie verkregen over de financiële gezondheid van individuele instellingen en de sector als geheel. DNB beoordeelt de stresstesten aan de hand van de principes van het Bazels Comité die in mei 2009 zijn uitgebracht en ziet erop toe dat de stresstests adequaat worden uitgevoerd, dat banken de juiste mate van stress hanteren en dat de resultaten adequaat in beleid worden vertaald. Als DNB meent dat de gehanteerde scenario's niet streng genoeg zijn of dat de aanwezige beheersingsmechanismen bij banken onvoldoende zijn, kan de ICAAP op dat punt worden afgekeurd en kan DNB verhoogde kapitaaleisen opleggen. Voorts bouwt DNB macro-stresstesten verder uit en besteedt daarbij onder meer aandacht aan de vertaling van macro-variabelen naar micro-parameters. Dit gebeurt in toenemende mate in samenwerking met andere Europese toezichthouders (via CEBS) en de Europese Centrale Bank (ECB). De combinatie van centrale bank en toezichthouder in de organisatie van DNB vergemakkelijkt de vertaling van ontwikkelingen die bij individuele instellingen worden gesignaleerd naar bredere richtlijnen voor de gehele financiële sector.

#### *Versterking risicomangement*

Bazel II vormt voor banken een sterke stimulans te werken aan kwaliteitsverbetering en uitbreiding van hun risicomangementssystemen doordat voor de meer geavanceerde methoden in beginsel lagere solvabiliteitseisen gelden. Deze verlaging is gerechtvaardigd doordat betere risicometing en risicobeheersing de financiële gezondheid van een bank bevorderen. De kapitaalallocatie in het financiële stelsel verbetert hierdoor ook, doordat risicogevoelige solvabiliteitseisen ervoor zorgen dat het kapitaal zich ook daadwerkelijk op die plaats in het stelsel bevindt waar het nodig is. Tevens zal de expliciete kapitaaleis voor operationeel risico het bewustzijn van dit risico bij banken versterken en een impuls geven aan de ontwikkeling van technieken om dit risico te beheersen.

#### *Mitigeren van kredietrisico*

Bazel II stimuleert het gebruik van instrumenten die het kredietrisico beperken, zoals onderpand. Door de bredere erkenning van onderpandcategorieën zou het gebruik hiervan bij kredietverlening aan belang kunnen winnen. Hoewel onderpand



het kredietrisico reduceert, vermindert hierdoor ook de prikkel voor banken kredietvragers te screenen en te monitoren. Daarom stelt Bazel II eisen aan het nauwgezet monitoren van tegenpartijen.

Een verlaging van het kredietrisico kan verder worden bereikt met het gebruik van credit risk transfers, zoals securitisaties en kredietderivaten. Met deze instrumenten worden risico's overgedragen aan een andere partij. Door het gebruik van interne kredietrisicomodellen in de IRB-benadering wordt aan een groter gedeelte van de leningen van banken een interne rating toegekend. Risico's worden transparanter en de communicatie eenduidiger doordat uniforme definities worden gebruikt. Securitatie van leningen wordt hierdoor eenvoudiger en zou om die reden kunnen toenemen. Dit vergroot vervolgens de beschikbare hoeveelheid onderliggende activa voor kredietderivaten, wat kan leiden tot een verdere groei van deze markt. De ruimere erkenning van kredietderivaten in Bazel II geeft hier ook vanuit de vraagzijde een extra impuls aan. In tegenstelling tot de potentiële toename van securitisatie door de verbeterde toegang tot de secundaire markt, zal securitisatie omwille van regulatory arbitrage afnemen.

Onder Bazel I gebruikten banken de secundaire markt om de naar hun inschatting te hoge toezichteisen voor een activiteit te omzeilen en in lijn te brengen met het kapitaal dat ze zelf toereikend achtten (het zogeheten economisch kapitaal). Bazel II beperkt de mogelijkheden en de prikkels tot regulatory arbitrage, doordat de kapitaalvereisten voor credit risk transfers dichter bij het feitelijke risico liggen. Zo gaan de kapitaaleisen voor het aanhouden van laaggekwalificeerde securitisaties fors omhoog en die voor kwalitatief hoogwaardige securitisaties omlaag. Hierdoor is het overigens wel denkbaar dat investeringen in kwalitatief laagwaardig gesecuritiseerd papier zullen verschuiven naar instellingen die niet zijn gereguleerd.

### **Pijler 3: Marktdiscipline**

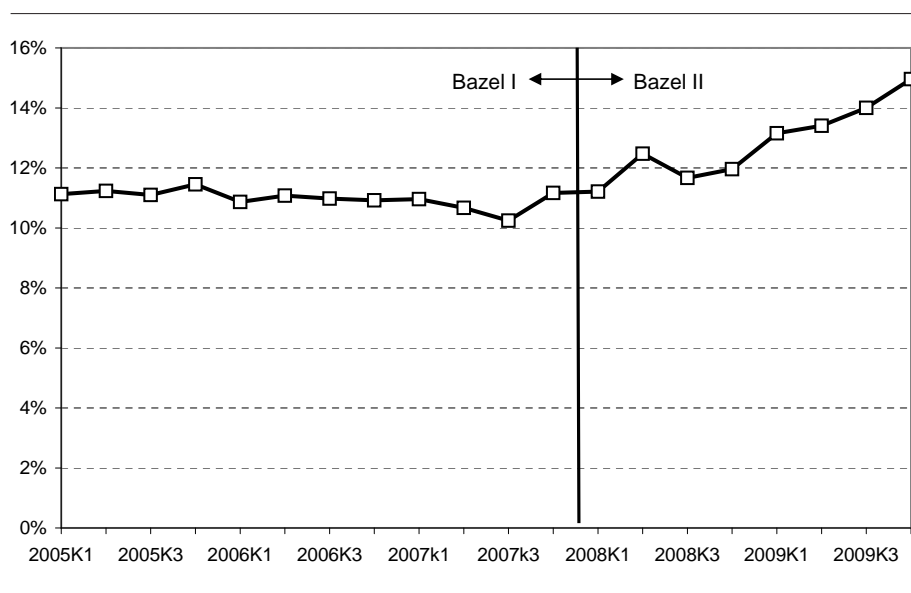
De derde pijler beoogt de werking van marktdiscipline te bevorderen door instellingen publicatievereisten op te leggen over onder meer de omvang en samenstelling van het kapitaal, gerelateerd aan het risicoprofiel. Daarnaast moeten banken 'materiële informatie' zo snel als praktisch mogelijk is publiceren. Achterliggende gedachte is dat openbaarmaking van informatie banken kan stimuleren tot voorzichtiger bedrijfsvoering en adequaat risicomanagement. Marktpartijen die zorgen voor de financiering van banken (zoals depositohouders en andere financiële instellingen) zullen risicovollere instellingen immers afstraffen met hogere financieringskosten. Bij de ontwikkeling van de disclosurevereisten heeft het Bazels Comité nauw samengewerkt met de ontwerpers van de jaarverslaggevingsrichtlijnen.

#### *Impact Bazel II op kapitaaleisen en gedrag banken*

Onder pijler I van Bazel II heeft een forse verlaging plaatsgevonden van de kapitaal-

eisen voor Nederlandse banken ten opzichte van Bazel I. De gerapporteerde eisen onder Bazel II liggen, in vergelijking met de Bazel I eisen, circa 20% lager voor de internationaal actieve grootbanken. Voor de kleinere banken geldt dat de minimum eis onder pijler 1 circa 6% lager ligt dan de minimum eis onder Bazel I. De verlaging bij de grootbanken is omvangrijker dan het internationale gemiddelde. De belangrijkste bijdrage aan deze daling komt voor rekening van de hypotheekportefeuilles van de deelnemende banken. Hypothecaire kredieten werden onder Bazel I met 50% gewogen om tot de risicomaat te komen, hetgeen gegeven het vrij lage risicoprofiel van Nederlandse hypotheek tamen tamelijk conservatief is. Onder Bazel II krijgen deze uitzettingen in de standaardbenadering een risicogewicht van 35%. Volgens de geavanceerde benaderingen die banken zelf toepassen, liggen de geschatte risicogewichten hier ruim onder. Omdat de hypotheekportefeuilles juist in het Nederlandse bankwezen een fors deel van de totale activa beslaan, is het effect van deze lagere risicogewichten groot. Echter, wegens het bestaan van pijler 2 heeft dit niet direct doorwerking op de kapitaalbuffers die de banken zouden moeten aanhouden. Zoals eerder beschreven, wordt onder het ICAAP/SREP proces verwacht dat banken kapitaal in de tweede pijler aanhouden voor risico's als concentratierisico's, onafgedekt renterisico en stresstesten. Zonder in te gaan op de precieze afspraken die onder pijler 2 tussen toezichthouder en bank worden gemaakt, lijkt de invoering van Bazel II geen belangrijke structurele verandering te hebben veroorzaakt in de kapitaaltoereikendheid van het Nederlandse bankwezen (zie grafiek 1).

**Grafiek 1 BIS-ratio van het Nederlandse bankwezen als geheel door de jaren**



In deze grafiek wordt voor het Nederlandse bankwezen als geheel de BIS-ratio weergegeven, waarbij het totaal aanwezige toetsingsvermogen als percentage is uitgedrukt van de totaal aanwezige risicoactiva. De grafiek toont een gestage opwaartse trend die hoofdzakelijk wordt veroorzaakt door het geleidelijk wegvallen van de transitioenele vloeren. Volgens deze transitiebepalingen mochten de risicoactiva in 2008 niet meer dan 10% dalen ten opzichte van de risicoactiva berekend onder Bazel I. Vanaf 2009 is dit 20% geworden. Een deel van de schommelingen is te herleiden tot de gebeurtenissen tijdens de crisis (opsplitsing ABN AMRO en staatsinterventies). Met betrekking tot 2007 zijn de cijfers nog berekend op basis van Bazel I.

Een andere relevante vraag is in hoeverre kapitaaleisen het gedrag van banken beïnvloeden. Strikt economisch gezien, zijn kapitaaleisen alleen van invloed op bankgedrag indien zij restrictief zijn. Dit is slechts het geval voor een klein deel van de banken: die met relatief weinig kapitaal. Echter, zoals wordt geïllustreerd in grafiek 1, houden verreweg de meeste banken meer kapitaal aan dan de Bazelse minimumnorm (de 8% BIS-ratio) en zullen zij zich bij hun beslissingen sterker laten leiden door rationeel-economische motieven dan door de solvabiliteitseisen. Anderzijds is in de praktijk het effect van kapitaaleisen ook weer niet te verwaarlozen. Zo gebruiken banken in de externe communicatie over hun risicoprofiel onder meer de BIS-ratio. Daarnaast worden de kapitaaleisen in sommige gevallen gebruikt als benadering voor het werkelijke risico. Daarom is het ook van belang dat de kapitaaleisen een zo goed mogelijke afspiegeling van de risico's vormen. Met de risicogevoelige kapitaaleisen uit Bazel II verbetert de informatiewaarde van de BIS-ratio en wordt marktdiscipline bevorderd.

Hoewel een aantal belangrijke arbitragemogelijkheden voor off-balance sheet instrumenten zijn geëlimineerd, begrijpen de toezichtgemeenschap en de markt dat nieuwe regels onvermijdelijk weer nieuwe vormen van arbitrage zullen uitlokken. Dit kan worden vergeleken met fiscale constructies die worden opgezet om belastingheffing te vermijden en waar de wetgever achter de feiten aanloopt. Continu nadenken over effectiviteit van toezichtstandaarden is daarom een noodzaak.

## **Aanpassingen van het kapitaalakkoord Bazel II**

Uit de crisis is duidelijk naar voren gekomen dat additionele aanvullingen nodig zijn op het Bazel II kapitaalraamwerk voor banken. Vooral het niveau en de kwaliteit van het kapitaal dat banken aanhouden en de behandeling van posities in het handelsboek en complexe securitisaties schieten tekort. Overigens werkte het Bazels Comité al voor het uitbreken van de crisis aan een aanscherping van elementen van het Bazel II raamwerk. De crisis heeft deze aanpassingen in een stroomversnelling gebracht. Het Bazels Comité heeft altijd duidelijk de intentie gehad het raamwerk

continu te blijven verbeteren en aan te passen, onder meer om eventuele nieuwe risico's van voortgaande financiële innovatie te ondervangen.

In reactie op de crisis heeft de internationale toezichtgemeenschap uitvoerig gekeken naar mogelijkheden om het interne risicobeheer van financiële instellingen te verbeteren en het toezicht op financiële instellingen te versterken. Tegen deze achtergrond heeft het Bazels Comité ervoor gekozen de bestaande bancaire regels verder aan te scherpen, voortbouwend op het bestaande Bazel II kapitaalakkoord. Op 17 december 2009 heeft het Bazels Comité een pakket maatregelen ter consultatie gepubliceerd (tot en met 16 april 2010). In het eerste halfjaar van 2010 wordt het effect van de voorziene maatregelen op het bankwezen geanalyseerd door middel van een QIS, waarna eind 2010 de kalibratie van de nieuwe bepalingen wordt afgerond. De aanscherpingen zullen op zodanige wijze worden ingevoerd dat zij het economische herstel niet in de weg staan.

### *Niveau kapitaal*

Bazel I kent een kapitaalratio van 8% ten opzichte van de risicogewogen activa. Bij de onderhandelingen over Bazel II heeft het Bazels Comité steeds als uitgangspunt gehanteerd dat grosso modo de kapitaaleisen onder Bazel II gelijk zouden blijven aan die onder Bazel I, namelijk 8% totaal kapitaal (tier 1 plus tier 2, zie box voor de definities van kapitaal). Dit was een praktische en pragmatische oplossing, waaraan geen analyse over de optimale hoogte van kapitaal ten grondslag lag. De optimale hoogte van kapitaal zou theoretisch gezien moeten zijn gebaseerd op een trade-off tussen de economische baten van hoger bankkapitaal, resulterend in een afname van financiële instabiliteit, en de economische kosten van hoger bankkapitaal, die zullen neerslaan in hogere rentemarges. De plannen die thans op tafel liggen, gaan expliciet uit van de noodzaak de kapitaalpositie van het bankwezen te versterken.

### *Definitie van kapitaal*

In oktober 1998 heeft het Bazels Comité in haar 'Sydney press release' vastgesteld in hoeverre innovatieve kapitaalinstrumenten tot tier 1 kapitaal mogen worden gerekend. Dat was een reactie op een wildgroei van instrumenten die had plaatsgevonden in de tien jaar sinds Bazel I. Dit persbericht is nog altijd de belangrijkste leidraad waarop Europese en nationale regelgevers de definitie van tier 1 kapitaal baseren. Helaas is dit niet meer dan een leidraad en wordt het Sydney press release verschillend geïnterpreteerd, wat betekent dat er momenteel geen harde internationale afspraak bestaat over de invulling van (core) tier 1 en per land verschillende hybride instrumenten worden opgenomen in het (core) tier 1 begrip (zie box voor de Nederlandse interpretatie van de definities van kapitaal). In de tussentijd heeft de uitholling van deze kapitaaldefinitie echter doorgezet door de voortgaande ontwikkelingen van complexe financiële instrumenten. De discussie over de definitie van kapitaal is in het Bazels Comité vooruit geschoven: gedurende de (moeizame) Bazel II onderhandelingen werd besloten eerst het kapitaalraamwerk af te ronden

## Definities van kapitaal

*Tier 1 kapitaal* bevat het kapitaal dat een bank vrij ter beschikking heeft en dat verliezen kan opvangen. Er is geen contractuele verplichting af te lossen en er zijn geen belemmeringen eventuele verliezen ten laste van dit vermogen te brengen. Ook is er geen verplichting dividendbetalingen te doen of andere vergoedingen te verstrekken. Tier 1 kapitaal kent twee bestanddelen: core tier 1 en overig (niet-core) tier 1. Core tier 1 bevat het gewone aandelenvermogen, de ingehouden winsten en andere gepubliceerde reserves en, voor zover aanwezig, het fonds voor algemene bankrisico's. Onder bepaalde voorwaarden kunnen hybride vermogensinstrumenten (met elementen van eigen vermogen en van schuld), tot niet-core tier 1 kapitaal worden gerekend. Het grondbeginsel bij hybride tier 1 instrumenten moet zijn dat de bank volledig vrij is geen dividend uit te keren of coupon te betalen en dat het instrument diep achtergesteld is. In de Nederlandse praktijk maken grote en middelgrote banken op beperkte schaal gebruik van deze hybride instrumenten. Ten minste de helft van tier 1 kapitaal dient uit core tier 1 bestanddelen te bestaan, beide berekend na toepassing van prudentiële correcties zoals de aftrek van goodwill.

*Tier 2 kapitaal* bestaat uit herwaarderingsreserves en hybride vermogensinstrumenten. Voorbeelden van deze laatste zijn cumulatief preferente aandelen (aandelen die, na jaren waarin geen dividend werd uitgekeerd, recht geven op uitkering van het gehele achterstallige dividend), niet-aflosbare en langlopende achtergestelde leningen. Kenmerk van dergelijke vermogensinstrumenten is dat deze niet geheel eigendom zijn van de bank of niet geheel gecontroleerd worden door de bank. Er rusten aflossings- en/of dividend-/couponverplichtingen op, zodat deze instrumenten voor een groot deel alleen in faillissement voor verliesabsorptie kunnen worden benut.

*Tier 3 kapitaal* bestaat uit kortlopende achtergestelde schulden en kan slechts in faillissement voor verliesabsorptie worden benut.

en pas daarna het volgende grote vraagstuk op te pakken om te voorkomen dat het totaalproject onbeheersbaar werd. Bij het aantreden van DNB president Wellink als voorzitter van het Bazels Comité in juli 2006 is de definitie van kapitaal opnieuw op de agenda gezet.

Uit de crisis kwam naar voren dat de kapitaalbuffer van veel banken onvoldoende was – zowel in omvang als in kwaliteit – om de verliezen op te vangen. Kredietverstrekkers op de financiële markten eisen in de praktijk een hoger kapitaalniveau van de instellingen dan wettelijk verplicht is. De toezichtregels zullen dan ook zodanig

worden aangescherpt dat core tier 1 kapitaal het grootste deel van het bancaire kapitaal uitmaakt. Verder bekijkt het Bazels Comité in hoeverre converteerbaarheid van vermogensinstrumenten een rol kan spelen bij het versterken van kapitaal. Het gaat hier bijvoorbeeld om hybride instrumenten die worden omgezet in aandelenkapitaal als de bank niet in staat is zich te herkapitaliseren in de private markt en/of als de overheid moet instappen.

### *Behandeling handelsboek en complexe securitisaties*

De adequate risicodekking binnen het risicogewogen Bazel II raamwerk is een punt van permanente aandacht. Een risicodekking die niet adequaat is, werkt arbitrage in de hand. In de afgelopen jaren hebben banken op grote schaal risico's gearbitreerd door gebruik te maken van verschillen in kapitaaleisen. Zo zijn risico's overgeheveld van het bankenboek naar het handelsboek waar relatief lagere eisen golden en waar zich ook tijdens de crisis de grootste verliezen hebben voorgedaan. Banken hebben bovendien renterisico's en liquiditeitsrisico's op de balans genomen door zich garant te stellen voor de kortlopende financiering van de SPVs die worden gebruikt voor securitisatieprogramma's. Ook leidde de alsmaar extremere herverpakking van risico's, zoals die in sommige SPVs werden aangeboden, tot grotere concentratie aan risico's zonder dat hiervoor hogere kapitaalbuffers werden aangehouden. In de huidige kapitaaleisen wordt bij de inschatting van risico's van posities in het handelsboek verondersteld dat deze posities goed verhandelbaar zijn en daarom op korte termijn kunnen worden afgebouwd. De financiële crisis heeft echter duidelijk gemaakt dat deze veronderstelling niet altijd reëel is. De problemen die ten grondslag liggen aan de financiële crisis zijn vooral in het handelsboek van banken ontstaan. Aangezien in dit specifieke deel van de balans lagere kapitaaleisen golden, hadden banken een prikkel risicovolle activiteiten naar het handelsboek te verplaatsen en hierin grote posities op te bouwen.

Al voor het uitbreken van de crisis werden twijfels geplaatst bij de toen geldende regels voor marktrisico en het handelsboek. Het Bazelse marktrisicoamendement van 1996 werd niet langer geschikt geacht. De kredietcrisis heeft de projecten op het terrein van marktrisico en complexe producten in een stroomversnelling gebracht. In juli 2009 heeft het Bazels Comité een verzwaring aangekondigd van de solvabiliteitseisen voor complexe en minder liquide kredietgerelateerde producten in het handelsboek van banken. De aanscherpingen richten zich specifiek op de kapitaaleisen voor gesecuritiseerde kredietproducten, off-balance vehikels en posities in het handelsboek van banken (pijler 1). Daarnaast heeft het Bazels Comité de standaarden voor het interne risicobeheer en stresstesten (pijler 2) en de transparantie en disclosurepraktijken verhoogd van instellingen (pijler 3). De kapitaaleis voor kredietgerelateerde posities in het handelsboek wordt verhoogd via de invoering van de incremental risk charge (IRC). Een belangrijk element van de IRC is dat gesecuritiseerde activa in het handelsboek (zoals hypotheeksecuritisaties) dezelfde behandeling zullen krijgen als in het bankenboek. De IRC beoogt daarmee de arbi-

trage tussen het bankenboek en het handelsboek weg te nemen. Daarnaast legt de IRC conservatievere eisen op ten aanzien van de kapitaaleisen van het handelsboek. Zo zullen banken moeten gaan rekenen met een langere liquiditeitshorizon, en zullen ze ter aanvulling op 'Value-at-Risk' (VaR) moeten berekenen wat de additionele waardedalingen kunnen zijn in geval van een stresssituatie (stress VaR).<sup>23</sup> Dit laatste moet gebaseerd zijn op periodes met marktstress. Voorbeelden hiervan zijn de aandelenmarktcrash in 1987, het uiteenspatten van de internetzeepbel in 2001 en de huidige kredietcrisis. Dit zal resulteren in hogere kapitaaleisen voor posities in het handelsboek van instellingen. Deze nieuwe regels worden naar verwachting voor eind 2010 ingevoerd.

#### *Aanscherping Bazel II kapitaaleisen voor gesecuritiseerde activa*

Door de crisis is duidelijk geworden dat banken te lage kapitaalbuffers aanhielden voor de risico's van gekochte gesecuritiseerde activa. Vooral de hersecuritisaties, dat zijn securitisaties van securitisaties, worden in het toezichttraamwerk relatief gunstig behandeld. Om recht te doen aan het hogere risicoprofiel van deze hersecuritisaties heeft het Bazels Comité voorstellen gedaan voor een verhoging van de kapitaaleisen. Ook aan het risicobeheer rondom investeringen in securitisaties zullen strengere eisen worden gesteld, zoals de voorwaarde dat banken niet blindelings mogen vertrouwen op externe ratings bij de berekening van de kapitaaleisen. Verder heeft het Bazels Comité additionele richtlijnen opgesteld over de informatieverstrekking door banken voor de sponsoring van off-balance sheet vehicles, de waardering van securitisaties, en de activa die bestemd zijn voor securitisatie. Een betere informatieverstrekking verbetert de werking van marktdiscipline en zal instellingen stimuleren een solide risicobeheer en kapitaalplanning te voeren.

#### *Mogelijke procycliciteit van het kapitaalakkoord Bazel II*

Risicogevoelige kapitaaleisen impliceren dat kapitaalbuffers die banken moeten aanhouden, groter worden als de risico's toenemen. Deze risicogevoeligheid heeft twee mogelijke consequenties. Ten eerste zullen de kapitaaleisen voor minder kredietwaardige partijen toenemen ten opzichte van het huidige akkoord. Dit kan de kredietverlening aan deze partijen duurder maken en de kredietbeschikbaarheid verminderen. Daarbij dient te worden bedacht dat als nauwkeurigere kapitaaleisen leiden tot veranderingen in prijsstelling, dit macro-economisch gezien gewenst is. Een correctere prijsstelling die meer in lijn ligt met de feitelijke risico's verbetert immers de allocatie van middelen.

Ten tweede kunnen risicogevoelige kapitaaleisen de macro-economische conjunctuurcyclus versterken (procycliciteit). Bij een tegenvallende economische ontwikkeling nemen de kredietrisico's en daarmee de risicogevoelige kapitaaleisen immers toe. Indien dit banken aanzet tot beperking van de kredietverlening

<sup>23</sup> Voor een nadere uitleg van het begrip Value-at-Risk zie in hoofdstuk 5 'Financiële innovatie en toenemende complexiteit' de box Value-at-Risk.



omdat onvoldoende kapitaal voorhanden is en/of banken aanzet tot verhoging van de kredietrentes, wordt de economische neergang versterkt. Om de eventuele procyclische effecten van de regelgeving te verminderen, heeft het Bazelse Comité in 2002 en 2003 diverse maatregelen genomen. Zo dienen instellingen bij de waardebepaling van onderpand al uit te gaan van de waarde van het onderpand bij tegenzittende economische ontwikkelingen (de downturn LGD). Ook moeten instellingen bij het bepalen van verwachte verliezen en de kapitaaleis uitgaan van een gehele economische boom-bust cyclus ('through the cycle PD'), in plaats van enkel recente waarnemingen. Daarbovenop dienen banken stresstests uit te voeren om aan te tonen dat zij een periode van laagconjunctuur kunnen doorstaan zonder inkrimping van hun kredietverlening. Verder zijn eventuele procyclische effecten verminderd doordat bij de ontwikkeling van Bazel II de IRB curve is afgevlakt: dit betekent dat het kapitaal minder hard toeneemt naarmate risicoschattingen stijgen. Met deze maatregelen heeft het Bazels Comité getracht de eventuele procyclische effecten van het akkoord zoveel mogelijk te beperken, zonder al te zeer afbreuk te doen aan de grotere risicogevoeligheid van de nieuwe kapitaaleisen. Overigens is nog niet duidelijk of de kapitaaleisen in het raamwerk in de praktijk daadwerkelijk op cyclische wijze bewegen. Dit wordt zorgvuldig bijgehouden door zowel het Bazels Comité als het CEBS, waaruit geen bewijs volgt voor een procyclisch effect. Uiteraard is dit na slechts twee jaren ervaring met Bazel II moeilijk vast te stellen en is er vermoedelijk pas na een gehele economische cyclus een goed oordeel te geven. Het onderzoek wordt eveneens bemoeilijkt door het gegeven dat potentiële stijgingen in kapitaaleisen in principe zouden kunnen worden afgewend door continue wijzigingen in de portefeuille mix, die behalve aanbodgedreven ook vraaggedreven kunnen zijn.

Niettemin is er zorg over de procycliciteit van het financiële systeem en onderzoekt het Bazels Comité anno 2010 ook diverse additionele voorstellen om procycliciteit te mitigeren. Het opnemen een stressed VaR (zie hiervoor) in het handelsboek is een eerste stap. Daarnaast kan procycliciteit worden tegengegaan door het inbouwen van anticyclische elementen, zoals de opbouw van kapitaalbuffers in goede tijden waarop in slechte tijden kan worden ingeteerd. Het Bazels Comité werkt aan het vertalen van dit idee in concrete voorstellen. Een van die voorstellen is het creëren van een buffer boven de minimumeis. Banken worden geprikkeld in goede tijden deze buffer op te bouwen, door een deel van hun winsten niet uit te keren aan aandeelhouders in de vorm van dividend en/of aan hun medewerkers in de vorm van bonussen, maar dit deel toe te voegen aan het kapitaal. Op deze manier komen flexibele of 'ademende' kapitaalbuffers tot stand. Het Bazels Comité onderzoekt of ook macro-economische indicatoren, bijvoorbeeld kredietgerelateerde variabelen, de opbouw en afbouw van kapitaalbuffers kunnen reguleren. Daarnaast wordt voorgesteld het huidige systeem van voorzieningen aan te passen. Als banken al in een vroeger stadium voorzieningen kunnen treffen voor verwachte verliezen zal er logischerwijs meer buffer zijn om ten tijde van economische neergang een realisatie



op te vangen van deze verliezen. Hiervoor is overigens wel de medewerking van de accounting standard setters nodig. Dit onderwerp komt in meer detail aan de orde in hoofdstuk 7 'De rol van fair value accounting in de financiële crisis'.

### *Invoering leverage ratio*

Om de bankiers en toezichthouders bij te staan in hun kritische blik, zal, ter aanvulling van het risicogebaseerde Basel II raamwerk een leverage ratio worden ingevoerd (kapitaal als percentage van de totale activa) als simpele, transparante en niet-risico-georiënteerde maatstaf. Deze maatstaf komt tegemoet aan het bezwaar dat een risicogebaseerde maatstaf in tijden van economische bloei mogelijk laag uitvalt, voor zover de risicoschattingen die input geven aan de kapitaalberekeningen in goede tijden te optimistisch uitvallen. De simpele maatstaf kan dienen om een reëler beeld van de leverage te krijgen en daarmee het opbouwen ervan in het systeem te beheersen. Bij veel vooral Europese banken is namelijk sprake van een relatief hoge leverage. Dit is iets wat niet direct door Bazel II zelf wordt tegengegaan wegens lage risicogewogen eisen voor (zij het betrekkelijk veilige) hypotheken waar veel van deze banken rijk aan zijn. De leverage ratio zal, door te fungeren als een 'back stop' voor onjuist ingeschatte en niet onderkende risico's, de toezichthouder kunnen helpen waken voor de kans dat de risicoschattingen die banken maken, onverhoopt toch niet prudent genoeg zijn. Op die manier kan een onverantwoorde groei van de balans worden beperkt. De leverage ratio zal verder een belangrijke signaalfunctie voor de toezichthouder kunnen vervullen. Anderzijds stimuleert de maatstaf banken echter niet het interne risicomanagement naar een hoger niveau te tillen en is in dat opzicht minder waardevol dan een risicogevoelig raamwerk als Bazel II. Een dergelijke ratio kan daarom worden gezien als aanvulling op het Bazelse raamwerk.

De intentie is de leverage ratio, afhankelijk van de uit te voeren QIS en de precieze kalibratie, op nog onbepaalde termijn geleidelijk te verschuiven naar pijler 1 van het bestaande raamwerk. Daarbij zal rekening worden gehouden met de verschillen in boekhoudkundige regels (bijvoorbeeld tussen de Verenigde Staten en Europa) om tot een vergelijkbare maatstaf te komen. In verschillende vormen bestaat de leverage ratio overigens al in de Verenigde Staten, Canada en Zwitserland.

### *Systeemrelevante banken*

Sommige banken zijn 'systeemrelevant': met hun ondergang kan het financiële systeem ernstig ontwricht raken. Om dat te voorkomen, zijn tijdens de crisis wereldwijd grote reddingsoperaties op touw gezet. Op internationaal niveau wordt naar aanleiding van de crisis de discussie gevoerd of deze systeembanken, expliciet aan strengere toezichtregels moeten voldoen. Hoewel de discussies daarover nog niet zijn afgerond, kunnen al enkele belangrijke aandachtspunten worden uitgelicht.

Het Bazels Comité onderzoekt de wenselijkheid en de mogelijkheden van een extra kapitaaltoeslag (surcharge) voor deze 'systeembanken', om zo de maatschappelijke kosten van een eventueel faillissement van dergelijke instellingen ex-ante te internaliseren. Een veelgehoord argument is dat er perverse prikkels voortvloeien uit de wetenschap dat een bank wegens het vervullen van een spilfunctie in het systeem een relatief grote kans heeft te worden gered. Immers een bank kan zó belangrijk worden voor het financiële systeem dat ze altijd 'gered' moet worden als het mis dreigt te gaan ('too big to fail' of beter gezegd: 'too important to fail'). Een bijeffect van deze potentiële overheidshulp is dat het de kredietrating van de bank kan verhogen. Dit impliceert dat goedkoper hybride kapitaal en vreemd vermogen kan worden aangetrokken wat kan resulteren in oneerlijke concurrentie. Tegenover dit voordeel zou een hogere kapitaaleis kunnen staan. Een dergelijke hogere eis verkleint bovendien de kans dat een reddingsoperatie nodig is. Een heel ander argument voor een toeslag kan zijn dat risico's van een instelling moeilijker te beheersen zijn naarmate ze groter worden ('too big to manage'). Bij het operationeel maken van een mogelijke toeslag lijkt het classificeren naar systeemrelevantie wel een aanzienlijke uitdaging te zijn. Daarbij kan het evengoed gebeuren dat een betrekkelijk kleine bank onmisbaar is voor het systeem, bijvoorbeeld in het betalingsverkeer.

Als een bank weet dat ze 'too important to fail' is, is de kans aanwezig dat de bank en klanten anticiperen op een verwachte redding en daardoor juist extra risico's nemen. Dit is het zogeheten moral hazard gedrag. Op internationaal niveau vraagt men zich af of dit effect wel optreedt, namelijk of 'too important to fail' daadwerkelijk invloed heeft op hoe een bank opereert. Voor zover dit effect er is, kan worden beargumenteerd dat bij het opleggen van een surcharge voor bepaalde banken – en daarmee deze banken het label van 'systeemrelevant' te geven – de maatregel precies het omgekeerde doet dan gewenst. Door op een bank juist dit label te plakken, zou deze wel eens meer risico's kunnen gaan nemen in de verwachting toch gered te zullen worden. Dit is dus een van de moeilijkheden waarmee rekening moet worden gehouden.

Maatregelen die in ieder geval wel effectief zijn in het reduceren van de zorgpunten rondom systeemrelevante banken zijn de eerder in dit hoofdstuk beschreven aanscherpingen. Met bijvoorbeeld de introductie van prudentere aannames over de mate waarin verschillende interbancaire leningen gezamenlijk in terugbetalingsmoeilijkheden kunnen komen, zullen de kapitaaleisen voor deze leningen stijgen, waardoor interbancaire verwevenheid zwaarder wordt belast. Daarnaast zullen ook de aanscherpingen in het handelsboek eerder de grote instellingen raken omdat de kleinere vaak in mindere mate over een handelsboek beschikken. Hetzelfde geldt voor complexe securitisatie producten. Voor zover de nieuwe liquiditeitseisen op niveau van de individuele onderdelen van een concern zullen worden afgedwongen, zou eveneens kunnen worden beargumenteerd dat grotere instellingen meer dan proportioneel worden aangepakt. Tot slot geldt dat met het aanscherpen van de

kapitaaldefinitie een minder grote rol zal overblijven voor hybride kapitaalvormen, wat de kans op faillissement voor alle banken in het systeem verkleint en uiteindelijk betekent dat ‘too important to fail’ instellingen minder profijt zullen behalen van een hogere kredietrating.

Naast een kapitaaltoeslag zijn ook andere manieren denkbaar waarmee kan worden omgegaan met systeemrelevante banken. Zo worden in 2010 voorstellen uitgewerkt om een bank te verplichten een ‘living will’ op te stellen. Dit is een document dat de vormgeving en de belangrijkste aspecten van de instelling en de onderlinge verwevenheden beschrijft. Het doel van het opstellen van een living will is dat zowel de instelling zelf als de toezichthouder beter voorbereid is op grote schokken. Een helder overzicht van de juridische structuur en plannen voor de overdracht van het derivatenboek aan andere partijen kunnen onderdeel van een dergelijk plan zijn. Dit vraagt echter wel om maatwerk voor elke instelling afzonderlijk.

### *Liquiditeitstoezicht*

Bazel II is een raamwerk van regels voor het solvabiliteitstoezicht. Solvabiliteitstoezicht richt zich op de vraag of de bank voldoende eigen vermogen heeft om (eventuele) verliezen op te vangen. Een ander belangrijk terrein van prudentieel toezicht op banken is het liquiditeitstoezicht. Liquiditeit betreft de mate waarin een bank voldoende liquide middelen heeft om aan haar financiering- en terugbetalingsverplichtingen te kunnen voldoen. De crisis heeft aangetoond dat ook solvabele instellingen toch in de problemen kunnen komen door liquiditeitsproblemen.

Het Bazels Comité heeft in februari 2000 het document getiteld ‘Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations’ gepubliceerd. Dit document beschreef ‘gezonde principes’ voor het beheer van de aan liquiditeit verbonden risico’s. Daarbij werd – naast vele ander aspecten – ook aandacht gevraagd voor off-balance posities en bijvoorbeeld plannen voor noodsituaties. Dit waren kwalitatieve richtlijnen. Vanwege de complexiteit van de materie en het uiteenlopende risicoprofiel van banken wereldwijd is het destijds niet gelukt een internationaal geharmoniseerd kwantitatief meetinstrumentarium met daarop gebaseerde liquiditeitseisen te ontwikkelen. Toen de eerste symptomen van de ‘subprime crisis’ zich aandienen, besloot het Bazels Comité echter onmiddellijk tot een intensiever en meer gecoördineerd liquiditeitstoezicht. Dit resulteerde al in september 2008 in een grondige herziening van de principes voor liquiditeitsmanagement. Banken worden bijvoorbeeld geacht stresstests een centrale positie in het liquiditeitsbeheer te geven en de potentiële liquiditeitsrisico’s expliciet mee te nemen in hun zakelijke beslissingen. In Europees verband zijn kwalitatieve eisen voor het aanhouden van een liquiditeitsbuffer door banken en effecteninstellingen gedetailleerd en gepubliceerd. Ook zijn principes en aanbevelingen opgesteld over de identificatie en meting van de liquiditeitsrisico’s door middel van verschillende instrumenten. Tevens worden deze hoofdprincipes opgenomen in de aangescherpte Europese kapitaalrichtlijn

(CRD), die naar verwachting eind 2010 in werking zal treden. Het specifieke principe een liquiditeitsbuffer aan te houden, moet echter al vanaf midden 2010 worden toegepast.

In aanvulling hierop zijn door het Bazels Comité enkele harde kwantitatieve minimumnormen voor banken voorgesteld. Volgens deze voorstellen zullen banken een bepaalde liquiditeitsbuffer moeten aanhouden en moeten voldoen aan een ratio voor een balansstructuur die een gezonde liquiditeitspositie voor de langere duur waarborgt. In het eerste halfjaar van 2010 wordt, in samenwerking met de Europese Commissie, het effect van de minimumnormen voor liquiditeit geanalyseerd in een geïntegreerde analyse samen met alle andere voorstellen voor aangescherpte regelgeving. Ook deze 'Bazelse' minimum kwantitatieve normen zullen naar verwachting in de CRD worden opgenomen, waarbij nader zal worden uitgezocht hoe implementatie in de Europese context het meest doeltreffend kan zijn.

#### *Liquiditeitseisen DNB*

Vanwege gebrek aan internationale kwantitatieve instrumenten, heeft DNB in 2003 op eigen initiatief een liquiditeitsrapportage met liquiditeitseisen geïntroduceerd voor banken. Achtergrond hierbij was onder meer de internationalisatie van het bankwezen en toenemende blootstelling van banken aan off-balance posities, waaronder gesecuritiseerde kredietproducten. Aan de definitieve toepassing ging in 2002 een proefrapportage vooraf. De rapportage, die op groepsniveau aangrijpt, verving een eerdere rapportage, die meer op het binnenlandse bedrijf was gericht. Het raamwerk van de nieuwe regeling werd opgenomen in het Besluit Prudentiële regels Wft. Daarmee was Nederland één van de eerste landen die groepswijde liquiditeitsrapportages invoerden, inclusief off-balance posities en de daaruit voortvloeiende kwantitatieve liquiditeitseisen.

De liquiditeitseisen van DNB schrijven voor dat banken een minimum liquiditeitsbuffer in de vorm van liquide activa aanhouden ter grootte van de netto afvloeiing van gelden gedurende 30 dagen, die zou kunnen ontstaan als zich een gecombineerd stressscenario zou voordoen van zowel een marktcrisis als een bankspecifieke crisis. Daarnaast moeten banken de posities (mismatches) na de periode van 30 dagen ter observatie aan DNB rapporteren. Het aanhouden van een minimum buffer voor een 30-daagse heftige stressperiode is nu – zeven jaar na invoering in Nederland – eveneens opgenomen in de Bazelse voorstellen voor minimum liquiditeitsnormen. In de DNB-liquiditeitsrapportage en -eisen worden off-balance posities ook meegewogen. Het liquiditeitsrisico bij entiteiten zoals SPVs, een risico dat zich tijdens de crisis heeft gematerialiseerd, is er vooral in gelegen dat de financiering van die entiteiten onverhoopt niet kan worden doorgerold. Dit risico wordt in de liquiditeitsrapportages van DNB meegenomen door het door deze entiteiten uitgegeven schuld papier te behandelen alsof dat schuld papier door de banken zelf is uitgegeven. De Nederlandse liquiditeitseisen schrijven vervolgens voor dat tegenover een

dergelijk liquiditeitsrisico aanzienlijke liquiditeitsbuffers moeten staan. Omdat het aanhouden van liquiditeit kosten met zich brengt, kan en kon de rekening hiervoor bij de zakelijke activiteiten binnen de bank worden neergelegd. Een dergelijke beprijzing is een gezond principe bij liquiditeitsmanagement. Ook dit principe is thans uitdrukkelijk onderdeel van de Bazelse principes voor gezond liquiditeitsrisicomanagement.

## 7 De rol van fair value accounting in de financiële crisis

*Met de komst van de International Financial Reporting Standards is het gebruik van fair value accounting in Nederland toegenomen. Fair value accounting houdt in dat balansposten worden gewaardeerd op basis van de waarde waarvoor een instrument potentieel in de markt verhandeld kan worden. Een alternatieve waarderingsmethode die veel wordt toegepast, is historische kostprijs. Tijdens de crisis is gebleken dat fair value accounting onverwacht, snel en hevig kan leiden tot afschrijvingen op de balansen van financiële instellingen. DNB past dan ook prudentiële correcties toe om de procyclische effecten van fair value accounting te matigen. Publieke verslaggevingseisen zijn voor DNB een gegeven, omdat deze door internationale 'standard setters' worden ontwikkeld. Actieve deelname aan internationaal overleg waar accountancy vraagstukken op de agenda staan, is dan ook noodzakelijk om voor het toezicht belangrijke effecten van nieuwe accountingstandaarden te signaleren en waar nodig te adresseren.*

### **Internationale harmonisatie van het accounting raamwerk**

#### *International Financial Reporting Standards*

Accountingstandaarden zijn primair gericht op de publieke jaarverslaggeving van ondernemingen; ze zijn bedoeld om het publiek zo goed mogelijk te informeren over de financiële positie van de onderneming bij het nemen van economische beslissingen. Met het publiek worden verschillende belanghebbenden aangeduid: aandeelhouders, kredietverstrekkers, depositohouders, werknemers, klanten, maar ook de toezichthouders.

Binnen de Europese Unie, maar ook mondiaal, is er de laatste tien jaar een convergentieproces tussen accountingstandaarden gaande. Sinds 2005 zijn in de Europese Unie de mondiale International Financial Reporting Standards (IFRS) zelfs verplicht gesteld voor de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde instellingen, waaronder ook banken en verzekeraars. Het besluit IFRS in te voeren in Europa heeft plaatsgevonden in een context van globalisering, accountingfraudes,

recente financiële crises in het verre Oosten, Rusland (vanaf 1997), Argentinië (2001) en het onvermogen binnen Europa zelf accounting standaarden te ontwikkelen. Het is ook een manifestatie van een convergentietraject tussen IFRS, Amerikaanse en Japanse accountingstandaarden.

IFRS is ontwikkeld door de International Accounting Standards Board (IASB) en moet voor implementatie worden goedgekeurd door de Europese Commissie. DNB speelt bij de ontwikkeling van IFRS een meer indirecte rol door bij te dragen aan consultatierondes via de Europese Centrale Bank (ECB), het Bazels Comité (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), de Internationale Vereniging van Verzekeringstoezichthouders (IAIS), het Comité van Europese Bankentoezichthouders (CEBS) en het Comité van Europese Verzekerings- en Pensioentoezichthouders (CEIOPS).

IFRS is alleen verplicht voor beursgenoteerde instellingen. De Nederlandse wetgever heeft de lidstaatoptie geïmplementeerd om ook andere – niet-beursgenoteerde – instellingen toe te staan op de basis van IFRS te rapporteren. Alle grote banken en verzekeraars in Nederland rapporteren op basis van IFRS. De overige instellingen rapporteren op basis van Nederlandse wet- en regelgeving (vastgelegd in Titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en verder uitgewerkt in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving).

#### *Toegenomen gebruik fair value accounting*

Eén van de belangrijkste internationale ontwikkelingen in de accountingstandaarden is het toegenomen gebruik van fair value als waarderingsgrondslag. Traditioneel gezien werden activa en passiva voornamelijk op kostprijs gewaardeerd. Een fair value, ook wel reële waarde genoemd, wordt onder de huidige IFRS standaard als volgt gedefinieerd:

“The amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction.”<sup>24</sup>

De IASB heeft voor de praktische toepassing van de fair value definitie een hiërarchie opgesteld op basis van drie niveaus. Fair value wordt vaak gelijkgesteld aan marktwaarde (‘Level 1 waardering’), echter dit hoeft niet altijd zo te zijn. Het kan zijn dat marktwaarden niet beschikbaar zijn of dat markten tijdelijk niet functioneren, waardoor normale prijsvorming niet tot stand kan komen. In dat geval is men aangewezen op waarden van vergelijkbare activa of instrumenten om tot een schatting te komen (‘Level 2 waardering’). Als vergelijkbare instrumenten evenmin voorhanden zijn, moet de fair value worden bepaald met behulp van een waarderingsmodel (‘Level 3 waardering’). Door internationale convergentie is ook

<sup>24</sup> IAS 32.11, IAS 39.9. De IASB stelt een nieuwe definitie voor in een consultatiedocument (ED/2009/5): “The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date (an exit price)”; [www.iasb.org/NR/rdonlyres/C4096A25-F830-401D-8E2E-9286B194798E/0/EDFairValueMeasurement\\_website.pdf](http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/C4096A25-F830-401D-8E2E-9286B194798E/0/EDFairValueMeasurement_website.pdf).

het Nederlandse systeem het laatste decennium meer geënt op het gebruik van fair values.

Op dit moment gaan zowel IFRS als de Nederlandse richtlijnen niet uitsluitend uit van fair value waarderingen, maar van een ‘mixed attribute model’. Dit is een model waarin fair value en kostprijs als waarderingsgrondslagen naast elkaar bestaan. Tabel 1 geeft een gemiddelde balansverdeling van financiële activa en passiva weer voor de tien grootste Nederlandse banken. Zowel activa als passiva worden hoofdzakelijk op kostprijs gewaardeerd; 70% van de financiële activa staat op kostprijs tegen 83% van de financiële passiva.

**Tabel 1 Balansgemiddelden 10 grootste Nederlandse banken per 31-12-2008**

Financiële activa		Financiële passiva	
Kasmiddelen	1,5%	Deposito's banken	4,5%
Fair value door winst- en verliesrekening	19,3%	Fair value door winst- en verliesrekening	11,5%
Fair value door eigen vermogen (beschikbaar voor verkoop)	9,5%	Financiële passiva op kostprijs	83,2%
Financiële activa op kostprijs	69,7%	Derivaten-hedge (netto positie)	0,8%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>	<b>Totaal</b>	<b>100%</b>

Bron: DNB, jaarrekeningcijfers 31-12-2008

#### *Voor- en nadelen van fair value accounting*

Fair value beoogt een actueel beeld te geven van de onderliggende waarde van activa en passiva. Veranderingen in de fundamentals van de onderneming, zoals de stijging of daling van de kredietwaardigheid van klanten of de stijging of daling van de rentevoet, worden à tempo in de waardering van de activa en passiva tot uitdrukking gebracht. Dit helpt aandeelhouders bij het bepalen van de actuele marktwaarde van de onderneming. Een tweede voordeel van fair value accounting is dat het risico's inzichtelijk maakt door deze op de balans te brengen – denk bijvoorbeeld aan derivaten en pensioenverplichtingen. Kortom, fair value maakt accountinginformatie meer actueel en verhoogt de transparantie, wat ook voor DNB als prudentieel toezichthouder waardevol is. Echter, fair value accounting kent ook nadelen waarvoor door DNB in internationale fora zoals de BIS en de ECB aandacht is gevraagd.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Zie bijvoorbeeld: Basel Committee on Banking Supervision, april 2000, 'Report to G7 Finance Ministers and Central Bank Governors on International Accounting Standards'; <http://www.bis.org/publ/bcb70.pdf?noframes=1>.



### *Procyclische werking fair value accounting*

Het belangrijkste kritiekpunt is de procyclische werking die uitgaat van toepassing van fair value accounting: het versterkt de conjunctuurbewegingen. In een opgaande economische conjunctuur geeft fair value accounting de stijging van marktwaarden weer. Hierdoor laten financiële instellingen groeiende winsten zien, die zij deels gebruiken om het kapitaal te versterken en vervolgens meer leningen uit te geven. De groei van uitgeleend geld versterkt de conjunctuur, en zo ontstaat een opwaartse spiraal. In een neergaande conjunctuur gebeurt het omgekeerde. De waarde van de bezittingen van banken daalt en fair value accounting geeft dat direct weer. Het kapitaal van een financiële instelling daalt hierdoor en dit dwingt banken tot het afbouwen van hun schulden met gevolgen voor de kredietverlening. Zo wordt de economische activiteit verder afgeremd.

### *Onwenselijke onevenwichtigheden ten gevolge van mixed attribute model*

Fair value accounting is uiteindelijk geïmplementeerd in de vorm van het zogenoemde mixed attribute model. Daaraan zijn enkele bezwaren verbonden. Zo kan het mixed attribute model voor onwenselijke onevenwichtigheden zorgen op de balans. In het mixed attribute model wordt, zoals gezegd, een deel van de activa op fair value gewaardeerd terwijl de passiva nog steeds veelal tegen historische kostprijs worden gewaardeerd. Dit leidt er toe dat aan de activazijde ongerealiseerde waardeveranderingen als winst of verlies aan het eigen vermogen worden toegevoegd, terwijl aan de passivazijde geen waardeveranderingen worden geboekt. Wanneer ook de passivakant op fair value zou worden gewaardeerd, zouden de waardeveranderingen die daar uit voortvloeien de resultaat effecten aan de activazijde deels mitigeren. Omdat er nu aan de activa- en passivazijde verschillende waarderingsgrondslagen worden gebruikt, ontstaat een onwenselijke en kunstmatige onevenwichtigheid in de berekening van resultaat en vermogen. Kunstmatig, omdat schommelingen in het vermogen een boekhoudkundige en geen economische oorsprong hebben. De schommelingen aan de passivazijde worden namelijk genegeerd.

### *Marktwaarden soms niet voorhanden*

Een derde nadeel van fair value accounting is dat marktwaarden soms niet voorhanden zijn en de inschattingen daardoor minder betrouwbaar kunnen worden. In 2008 droogde de markt voor complexe beleggingsproducten op. In de periode voor 2008 maakten instellingen voor hun waarderungen gebruik van gepubliceerde prijsnoteringen in een actieve markt. Beginnend in het laatste kwartaal van 2007 viel de waardering op basis van markten weg, omdat er geen actieve markten meer beschikbaar waren. Dit proces verhevigde in 2008 en leidde er toe dat moest worden overgegaan op waardering op basis van interne modellen. Interne modellen zijn onderhevig aan veronderstellingen, vaak gericht op toekomstige verwachtingen, die soms lastig zijn in te schatten.

### *Drie andere IFRS aandachtspunten*

Naast fair value accounting voor activa, zijn er in de aanloop van en tijdens de crisis nog drie andere aandachtspunten het vermelden waard. De eerste kwestie betreft het afwaarderen van incurante leningen. De tweede kwestie heeft betrekking op fair value accounting voor schulden. Als laatste komen ingenomen posities aan de orde die niet op de balans voorkomen, de zogeheten off-balance posities.

### *Afwaarderen van incurante leningen*

Ten aanzien van het afwaarderen van incurante leningen of leningen die incurant dreigen te raken, heeft de IASB in IFRS strikte regels opgenomen. Verliezen mogen pas in het resultaat worden opgenomen als er een 'loss event' is: een objectief signaal dat een schuldenaar in de problemen raakt. In dit 'incurred loss model' wordt minder ruimte gegeven om voorzieningen te treffen in vergelijking met de Nederlandse accountingstandaarden die voorheen werden gehanteerd, waar eerder rekening mocht worden gehouden met de kans dat een lening oninbaar werd. De IASB is hierin strikt omdat het wil voorkomen dat voorzieningen worden gebruikt om op te potten, zodat er later ruimte is om de winst te stabiliseren of te manipuleren. Het incurred loss model kan echter tot problemen leiden in een hoogconjunctuur, omdat zich dan geen deconfitures voordoen, terwijl er waarschijnlijk wel leningen uitstaan met een hoog risico. Vooral met betrekking tot hoge risicoleningen doet zich onder IFRS het probleem voor dat de risico-opslag in de interestbetalingen niet opzij gezet kan worden als 'een appeltje voor de dorst'. Het huidige IASB incurred loss model houdt dat tegen. Die risicopremies worden als gevolg hiervan als winst verantwoord. Die winst is in principe niet verdiend, wat niet prudent is. In een laagconjunctuur ontstaan dan problemen, omdat er voorafgaande aan de laagconjunctuur niet of onvoldoende voorzieningen zijn getroffen.<sup>26</sup> Sinds 2009 werkt de IASB aan een alternatief voor het incurred loss model.

### *Fair value accounting voor schulden*

Fair value accounting voor passiva leidt tot de contra-intuïtieve situatie dat wanneer de eigen kredietwaardigheid van een financiële instelling verslechtert, haar leningen minder waard worden. Dit komt doordat de verstrekker van de lening er minder vertrouwen in heeft dat hij zijn geld gaat terugkrijgen. Dit levert voor de financiële instelling een (weliswaar tijdelijk) voordeel op, de waarde van de schuld wordt immers minder. Doordat de waarde van de schuld minder wordt, behaalt de instelling een voordeel, wat leidt tot een stijging van het eigen vermogen. Zo maakt een bank winst op haar passiva als zij er slecht voor staat, hoewel het effect van de daling van activawaarden nog altijd groter zal zijn. Omdat DNB het nemen van deze winsten niet wenselijk vindt, worden deze uit de prudentiële rapportages gefilterd.

<sup>26</sup> Spanje kent voor banken een dynamisch systeem van voorzieningen. De Spaanse toezichthouder legt dit model op aan de onder haar toezicht staande instellingen, omdat de toezichthouder de bevoegdheid heeft nationale accountingstandaarden te implementeren. Deze bevoegdheid kent DNB niet. Daarnaast steunt het Spaanse systeem op een kredietregister, iets wat Nederland niet kent.

### *Off-balance posities*

Securitisaties en repurchase agreements mogen onder IFRS buiten de balans worden gehouden, mits zij aan bepaalde voorwaarden voldoen. Op dit moment zijn de regels om een positie buiten de balans te houden onder IFRS veel strikter dan onder US General Accepted Accounting Principles (US GAAP). Er wordt niet alleen naar de juridische constructie gekeken, maar ook naar wie de risico's loopt en het uiteindelijke voordeel verkrijgt ('risk en reward principe'). Mede door het convergentietraject tussen IFRS en US GAAP, laat de IASB dit risk and reward principe in een nieuw voorstel los.<sup>27</sup> Hiervoor in de plaats komt een control principe, wat juridischer van aard is en door constructies makkelijker omzeild kan worden. DNB heeft in samenwerking met het Bazels Comité en CEBS commentaarbrieven geschreven naar de IASB, waarin zij hiervoor waarschuwt. De uitkomst van het proces staat nog niet vast. Overigens wordt voor prudentiële doeleinden door de constructies heen gekeken en worden instellingen verplicht gesteld een deel van de gesecuritiseerde portefeuilles zelf aan te houden, waarmee een extra prikkel voor risicobeheersing wordt gegeven.

### **Accounting en toezicht DNB**

#### *Eensporige en consistente informatievoorziening gewenst*

Zowel IFRS als de Nederlandse richtlijnen zijn door DNB toegelaten als basis voor de prudentiële rapportages in het Nederlandse solvabiliteitstoezicht. Hierbij is sprake van een consistentie-eis: wanneer de jaarrekening op basis van IFRS wordt gerapporteerd, zal dat ook moeten gelden voor de rapportages aan DNB ('eensporige verslaggeving'). De informatie die de toezichthouder krijgt over de economische werkelijkheid kan en mag namelijk niet teveel verschillen van de informatie die aan de markt wordt verstrekt. Daarnaast is eensporige verslaggeving efficiënt: het voorkomt onnodige administratieve lasten.

Wanneer de informatiebehoefte van de toezichthouder afwijkt van de informatie in het jaarverslag, dan wordt de jaarverslaggeving gecorrigeerd met prudentiële aanpassingen. Ook kan de toezichthouder aanvullende toezichtrapportages opvragen, wanneer zij behoefte heeft aan meer gedetailleerde informatie op bepaalde risicogebieden. DNB is geen voorstander van een dubbele administratie voor publieke jaarverslaggeving en de prudentiële rapportage (tweesporigheid). Ook moeten afwijkingen van de publieke jaarverslaggeving voor toezichtdoeleinden materieel zijn en sectorspecifiek gemotiveerd kunnen worden.

#### *Accountancyregels zijn voor DNB een gegeven, slechts indirecte invloed*

Het parlement heeft midden jaren negentig de bevoegdheid voor DNB om regels te stellen voor het toenmalige accounting framework voor banken overgebracht naar

27 Zie 'Exposure draft ED 10 Consolidated Financial Statements', 18 december 2008; [http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/DAEA5425-4ABE-4217-8429-DB395333E8CC/0/ED10\\_STANDARD\\_1208.pdf](http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/DAEA5425-4ABE-4217-8429-DB395333E8CC/0/ED10_STANDARD_1208.pdf).

het wetgevingsdomein, onder vastlegging van deze bevoegdheid in Titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Sindsdien wordt DNB slechts geraadpleegd door het Ministerie van Financiën en het Ministerie van Justitie over de gevolgen van voorgenomen wijzingen in de jaarverslaggevingsregels voor banken en verzekeraars. Vooral na de introductie van IFRS, heeft DNB weinig of geen ruimte een eigen koers te varen op het gebied van verslaggevingsregels. DNB opereert voor wat beleid betreft binnen Europees verband; additionele nationale invulling (ook wel 'gold plating' genoemd), is iets wat buiten de bevoegdheden van DNB ligt. DNB oefent wel een indirecte invloed uit op de IASB, door deel te nemen in de consultatieprocessen via de internationale gremia waarin DNB participeert, zoals de ECB, Bazels Comité, CEBS, IAIS en CEIOPS. Inmiddels is door de crisis een beweging op gang gekomen die de invloed van vooral bancaire toezichthouders op verslaggevingsregels lijkt te versterken, met als doel dat de IASB met het oog op de financiële stabiliteit beter naar de toezichthouders gaat luisteren.

#### *Waar lopen IFRS en toezicht uiteen?*

Ook al dient de publieke jaarverslaggeving als basis, DNB heeft als prudentieel toezichthouder een ander belang bij financiële cijfers dan beleggers. Dit afwijkende belang manifesteert zich in een systeem van aftrekposten en correcties waarmee de accountingcijfers worden aangepast voor prudentiële doelen. Met IFRS werden tal van veranderingen geïntroduceerd in waardering en classificatie, in het bijzonder een uitbreiding van het gebruik van fair value. Deze veranderingen hadden invloed op het gebruik van accountinginformatie voor toezichtdoeleinden, waarbij DNB onderscheid ging maken tussen het gebruik van fair value door banken en verzekeraars.

DNB heeft zowel voor als tijdens de crisis een genuanceerd standpunt ingenomen met betrekking tot het gebruik van fair values en het mixed attribute model voor banken. Voor banken staat DNB – in lijn met het Bazels Comité, CEBS en de ECB – een beperkt gebruik van fair value voor, afhankelijk van het bedrijfsmodel van een bank en van de basis waarop risico's binnen een instelling worden gemanaged. Banken hebben bezwaar tegen het gebruik van fair value omdat er onder de huidige regels meer activa dan passiva op fair value worden gewaardeerd, waardoor er een mismatch ontstaat tussen de waarde van de bezittingen en schulden. Daarnaast ontstaat er waarderingsonzekerheid wanneer markten illiquide worden en interne modellen worden gebruikt voor het vaststellen van de waarde.

Vanouds werd door banken alleen het handelsboek op marktwaarde gerapporteerd, terwijl het bankenboek op kostprijs werd verantwoord. Met IFRS gingen ook delen van het bankenboek over op fair value, wat voornamelijk tot uitdrukking kwam in de Available-for-Sale (beschikbaar voor verkoop) portefeuille. In deze portefeuille zitten fair value waarderungen waarvan de ongerealiseerde waarveranderingen rechtstreeks in het eigen vermogen worden geboekt, tenzij er een afwaardering

plaatsvindt. Het Bazels Comité en CEBS ontwikkelden filters om de procyclische werking van IFRS te matigen en deze filters zijn ook door DNB geïmplementeerd.<sup>28</sup> Een voorbeeld is het eliminatiefilter op ongerealiseerde winsten en verliezen van Available-for-Sale schuldinstrumenten. Een ander voorbeeld van een filter is het aftrekken van resultaten ten aanzien van veranderingen in het eigen kredietrisico. Daarnaast is door het Bazels Comité in 2006 guidance gegeven voor de toepassing van de IFRS fair value optie en de impairment van leningen. De filters waren bedoeld als tijdelijk tot de herziening van de kapitaaldefinitie, die nu in gang is, en werden samen met IFRS in een tijd van hoogconjunctuur ingevoerd.

Aan de verzekeringskant werden activa voornamelijk op kostprijs gewaardeerd, waarbij een vaste rekenrente werd gehanteerd voor het waarderen van de verzekeringsverplichtingen. Door de introductie van IFRS moesten ook daar delen van de activa gewaardeerd gaan worden op fair value, terwijl de verzekeringsverplichtingen vooralsnog op kostprijs mochten blijven staan in afwachting van een definitieve standaard over verzekeringscontracten. De prudentiële balans van de verzekeraar, dat is de balans die wordt gebruikt door de toezichthouder voor het berekenen van het toetsingsvermogen, zal in lijn met Solvency II op basis van fair value worden gewaardeerd. Hier wijken de prudentiële rapportages dus af van wat IFRS voorschrijft. Reden hiervoor is dat een goede match tussen de bezittingen en verplichtingen van een verzekeraar essentieel is, waardoor één actuele en tijdige waarderingsgrondslag de voorkeur heeft. Resultaatvolatiliteit en het effect van deze onzekerheid op de financiële stabiliteit spelen voor de verzekeraars een kleinere rol dan voor banken. Als bij banken onzekerheid ontstaat omtrent de waarde van de bank, bestaat de kans dat spaarders hun geld opnemen met als potentieel gevolg een bank run. Voor verzekeraars bestaat dit risico in veel mindere mate.

#### *Rol van de externe accountant voor DNB*

Een publieke jaarrekening van een financiële instelling is altijd voorzien van een accountantsverklaring. Een accountantsverklaring geeft een oordeel over de risico's op fouten in de jaarrekening. Dit geeft de gebruiker van de jaarrekening, en dus ook DNB, een grotere zekerheid om te steunen op de gepubliceerde cijfers. Ook de prudentiële rapportages worden eens per jaar door een externe accountant gecertificeerd. Tijdens de crisis ontstond de vraag of accountants wel voldoende kritisch hebben gekeken naar de jaarrekening van financiële instellingen. Immers, accountants geven bijna altijd een goedkeurende verklaring, met slechts in een beperkt aantal gevallen een toelichting. Ook van alle banken die later staatssteun nodig hadden, zijn de jaarrekeningen steeds voorzien geweest van een goedkeurende verklaring van de accountant, zonder twijfel over de continuïteit. Op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) heeft de externe accountant van een financiële instelling

<sup>28</sup> Zie bijvoorbeeld CEBS, 'Analytical report on prudential filters for regulatory capital', 5 oktober 2007; [http://www.c-eps.org/getdoc/doc6620-b3f7-40a5-8e5b-bc380f22f6ce/145Final\\_Analytical\\_report\\_on\\_prudential\\_filters.aspx](http://www.c-eps.org/getdoc/doc6620-b3f7-40a5-8e5b-bc380f22f6ce/145Final_Analytical_report_on_prudential_filters.aspx).

daarnaast de verplichting een toetsing en beoordeling van de organisatie-inrichting en risicobeheersing te verrichten. Bovendien bestaat er een meldingsplicht aan DNB indien de accountant zich zorgen maakt over het voortbestaan van de instelling of wanneer de accountant niet tot een goedkeurende verklaring kan komen. De accountant heeft zelden van deze meldingsplicht aan DNB gebruik gemaakt. Dit heeft in het voorjaar van 2009 op initiatief van DNB geleid tot een herinnering vanuit het NIVRA aan alle leden.

Sinds 2004 werkt DNB in samenwerking met accountants en instellingen aan het verbeteren van het tripartiete overleg tussen de externe accountant, de financiële instelling en de toezichthouder. Het resultaat hiervan is dat de prudentiële rapportages ook onder het Basel II raamwerk onderdeel blijven uitmaken van de accountantscontrole. Daarnaast vinden er risico brainstormsessies plaats met DNB, de accountant en de instelling. Tijdens de crisis is het verbeteren van het tripartiete overleg in een stroomversnelling terecht gekomen. Meer dan ooit beseffen alle partijen het belang van kennis delen.<sup>29</sup>

## **Fair value in crisistijd**

### *In goede en slechte tijden*

Fair value accounting is niet de oorzaak voor het ontstaan van de huidige financiële crisis, maar heeft de crisis wel versterkt. Het feit dat alle vorige bankcrises en bubbels onder het nog grotendeels historische kostenregime plaatsvonden, geeft al aan dat fair value accounting sec niet de oorzaak kan zijn van de huidige crisis.

Bij het kiezen van de juiste waarderingsgrondslag spelen twee aspecten een rol: informatie moet relevant zijn voor het nemen van economische beslissingen, maar ook verifieerbaar zijn wanneer accountinginformatie een rol speelt in contracten en wet- en regelgeving. Zo kan een kredietverstrekker contractuele financiële voorwaarden stellen op basis van accountinginformatie, wanneer een lening wordt verstrekt. Mede door de crisis wordt duidelijk dat de afweging tussen het belang van relevantie en het belang van verifieerbaarheid ook wordt beïnvloed door de economische conjunctuur van dat moment.

Het begin van de 21<sup>e</sup> eeuw stond in het teken van economische groei en het vergroten van de rol en macht van aandeelhouders in een onderneming. Er wordt sterk de nadruk gelegd op de relevantie van accounting voor aandeelhouders door analisten, beleggers (ook via de International Organization of Securities Commissions, IOSCO, en de AFM), de IASB en de Amerikaanse standard setter, de Financial Accounting Standards Board (FASB). Deze partijen hechten waarde aan transparante informatie waarmee tijdig beslist kan worden over het aan- en verkopen van instrumenten. Zelfs wanneer er geen marktprijs voorhanden is, schrijven

29 Speech DNB president Wellink, Nivra Accountantsdag 25 november 2009; <http://www.dnb.nl/nieuws-en-publicaties/nieuwsoverzicht-en-archief/speeches-2009/dnb225236.jsp>.

regelgevende instanties voor activa en passiva te waarderen tegen hypothetische marktwaarden. In een normale of opgaande conjunctuur levert de focus op marktwaarden relatief weinig accountingtechnische problemen op; de transparantie en actuele informatie stimuleren juist de economische groei.

In een neergaande conjunctuur verschuift de aandacht naar de contractuele rol van accounting. Markten drogen op, waardoor de toepassing van fair value minder eenduidig wordt. Daarnaast worden leningen en contracten vaker herzien in een neergaande conjunctuur. Accounting informatie dient dan vooral verifieerbaar te zijn en fair value waarderingen worden onzeker. Deze informatie is vooral van belang voor partijen zoals de toezichthouder, de fiscus en vreemd vermogenverschaffers die zich op de contractuele rol van accounting concentreren. De vraag naar fair value informatie enerzijds en verifieerbare informatie anderzijds is daarom dynamisch.

#### *Was fair value voorbereid op de huidige financiële crisis?*

De afweging tussen het belang van relevantie en het belang van verifieerbaarheid is ook altijd door DNB, het Bazels Comité en andere gremia gemaakt, zoals in het rapport van het Bazels Comité aan de G7 uit 2000, waarin expliciet wordt ingegaan op de afweging tussen relevantie en betrouwbaarheid.<sup>30</sup> Academici, accountants, politici, toezichthouders, standard setters, analisten, rating agencies en financiële instellingen waren bekend met de voor- en nadelen van fair value accounting. De nadelen zijn met verschillende oplossingen geadresseerd, waaronder verbeterde governance en risicomanagement, het strikter toepassen van de fair value optie categorie en het indelen van activa en passiva in verschillende categorieën door toepassing van het mixed attribute model. De striktere toepassing van de fair value optie hield in dat instellingen weliswaar konden kiezen voor de optie een instrument op fair value te waarderen, maar dat deze keuze niet zonder meer kon worden teruggedraaid.

Het erkennen van een zwakheid in fair value accounting is wat anders dan het herkennen van de manifestaties ervan. Fair value is te zien als het medium waarmee de economische waarde van bezittingen en verplichtingen aan stakeholders wordt gecommuniceerd. De snelheid waarmee tijdens de crisis de impact van fair value accounting zich manifesteerde, was nog niet eerder voorgekomen: afwaarderingen van activa leidden tot een daling in het eigen vermogen, waardoor schuldbalansen moesten worden afgebouwd. Dit leidde weer tot nieuwe ingrepen en meer afwaarderingen. De cascade van waardedalingen en de daarmee samenhangende acties van toezichthouders en andere stakeholders in financiële instellingen resulteerden in een situatie waarin zorgvuldig handelen van alle betrokkenen onder druk kwam te staan, en daarmee ook de financiële stabiliteit. Een ander punt van zorg was het

<sup>30</sup> Zie Basel Committee on Banking Supervision, 'Report to G7 Finance Ministers and Central Bank Governors on International Accounting Standards', april 2000; <http://www.bis.org/publ/bcbs70.pdf?noframes=1>.



opdrogen van diverse financiële markten, waardoor fair value waarderingen op basis van marktwaarden vrij plotseling en onverwacht niet meer mogelijk waren. Er moest geleidelijk worden overgegaan op minder betrouwbare waarderingstechnieken die meer subjectief waren.

Als reactie op de ontstane problematiek rondom fair value accounting kwam het IASB Expert Advisory panel in oktober 2008 met aanbevelingen voor de waardering van financiële instrumenten in illiquide markten. Daarnaast kwam de IASB met de mogelijkheid fair value waarderingen te mogen herclassificeren naar historische kostprijs. Ook is de IASB een grootschalig project gestart met als doel de herziening van accountingstandaarden met betrekking tot financiële instrumenten, wat moet leiden tot de nieuwe IFRS 9. Deze toekomstige ontwikkelingen worden besproken in een volgende paragraaf.

#### *Rol van DNB voor en tijdens de crisis*

DNB heeft via het Bazels Comité en de ECB, bezwaren naar voren gebracht tegen een full fair value systeem. Zoals eerder genoemd, is uiteindelijk niet besloten tot een full fair value systeem, maar hebben partijen zich gevonden in het compromis van het mixed attribute model. Full fair value accounting sluit namelijk niet aan op het business model van veel banken, omdat veel instrumenten op contractuele basis tot het einde van de looptijd worden aangehouden. Een voorbeeld is een verstrekte hypotheek aan een klant. Van belang zijn de overeengekomen rente en de aflossing op de lening met de klant. Hoeveel een dergelijke lening in de markt waard zou zijn, is eigenlijk irrelevant, omdat de houder ervan niet van plan is deze lening te gaan verhandelen. DNB heeft fair value accounting ook altijd kritisch bejegend wegens de sterkere volatiliteit van de winst die fair value accounting met zich brengt. Deze extra volatiliteit kan bovendien het vertrouwen van het publiek in de bancaire sector ondermijnen.

De gesignaleerde risico's van fair value accounting hebben echter geen aanleiding gegeven de invoering van IFRS in 2005 te houden. Een afschaffing van IFRS zou een grote terugslag zijn voor de internationale convergentie en tevens leiden tot politisering van het standard setting process, lagere regelkwaliteit en tot hogere uitvoeringskosten. De IASB is een onafhankelijke partij met veel expertise op het gebied van accounting, en het beste in staat de informatiebehoefte van alle betrokken partijen in het oog te houden. Het Bazels Comité en de ECB hebben actief bijgedragen aan het inperken van de toepassing van de fair value optie. Daarnaast heeft het Bazels Comité een bemiddelende rol gespeeld om binnen het IFRS incurred loss model meer ruimte te scheppen voor het afwaarderen van leningen.

Binnen Nederland heeft DNB ten tijde van de crisis de dialoog tussen banken, verzekeraars en accountants gestimuleerd. Een belangrijk evenement waaraan



genoemde partijen deelnamen, was het Fair value seminar van 9 oktober 2008.<sup>31</sup> DNB heeft toen opgeroepen de ruimte te benutten die IFRS biedt voor het gebruik van waarderingmodellen op basis van verwachte toekomstige kasstromen. Dit met het doel de cascade van waardedalingen te helpen stoppen, die zich toen in al haar volheid manifesteerde. DNB heeft overigens geen wettelijke bevoegdheid aanwijzingen aan accountants te geven.

## Toekomstige IFRS ontwikkelingen

Als gevolg van de crisis is de IASB een traject gestart om de gemanifesteerde accountingkwesaties te adresseren, die onder meer zijn aangekaart door de G20 top en de Financial Stability Board (tot april 2009 het Financial Stability Forum). De belangrijkste activiteiten waaraan de IASB op dit moment werkt, zijn vereenvoudiging van de verslaggevingregels, intensievere samenwerking met toezichthouders en een convergentie tussen IFRS en US GAAP.<sup>32</sup> Onderdeel van het project is de herziening van de accountingstandaard IAS 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement. De IASB heeft dit onderdeel opgesplitst in drie deelonderwerpen: classification and measurement, impairment methodology en hedge accounting. De nieuwe regelgeving over deze onderwerpen wordt samengevoegd in een nieuwe standaard, IFRS 9, die de bestaande IAS 39 zal vervangen.

Het eerste onderdeel van de IFRS 9 standaard, classification and measurement, is op 12 november 2009 door de IASB gepubliceerd. Echter, de Europese Unie heeft de nieuwe standaard nog niet goedgekeurd. Nieuwe voorstellen rondom afwaarderingen op leningportefeuilles staan open voor publiek commentaar tot 30 juni 2010. De standaard met betrekking tot hedge accounting is op dit moment nog in ontwikkeling.

DNB neemt actief deel aan verschillende internationale gremia waarin de herziening van IAS 39 aan de orde is. Zo heeft DNB zitting in de high level working group on the G20 accounting recommendations van het Bazels Comité. Met het oog op de nieuwe IFRS 9 standaard en in het licht van de nieuwe kapitaaldefinitie, zal het Bazels Comité ook de werking van prudentiële filters opnieuw bekijken. Daarnaast wordt er aan andere voorstellen gewerkt om de procycliciteit in IFRS en Bazel II te adresseren.<sup>33</sup>

Het Bazels Comité heeft in augustus 2009 een set van leidende beginselen uitgebracht die als doel hebben de IASB te ondersteunen bij de herziening van IAS 39.<sup>34</sup> Dit initiatief is mede tot stand gekomen om de accountingstandaard te verbeteren vanuit het oogpunt van de prudentiële toezichthouder. Het Bazels Comité hoopt

31 Speech toenmalig DNB directeur Toezicht banken Schilder, DNB-seminar 'Fair value accounting, een jaar later', 9 november 2008; <http://www.dnb.nl/nieuws-en-publicaties/nieuwsoverzicht-en-archief/speeches-2008/dnb202225.jsp>.

32 Zie ook de IASB website; <http://www.iasb.org/Financial+crisis/Response+to+the+credit+crisis.htm>.

33 Zie Basel Committee on Banking Supervision, 'Strengthening the resilience of the banking sector (consultative document)', 17 december 2009; <http://www.bis.org/publ/bcbst64.pdf?noframes=>.

34 [Http://www.bis.org/publ/bcbst61.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbst61.pdf).

dat de IASB deze principes in de nieuwe standaard tot uitdrukking laat komen. De principes schrijven onder andere voor dat de vervanging van IAS 39 de relevantie en kwaliteit moet bevorderen van de financiële informatie voor het nemen van beslissingen voor prudentiële toezichthouders en dat de nieuwe standaard niet onnodig complex mag zijn. Daarnaast moet de nieuwe standaard lessen van de crisis adequaat verwerken: verliezen op leningportefeuilles dienen eerder in het resultaat te worden verwerkt, er moet erkend worden dat fair values ongeschikt zijn wanneer markten illiquide zijn, herclassificaties van fair value naar kostprijs moeten onder bepaalde omstandigheden worden toegestaan en het level playing field tussen jurisdicties dient versterkt te worden.

Daarnaast heeft het Bazels Comité ook enkele principes ten aanzien van fair values opgesteld. Zo geeft het Bazels Comité aan dat fair value een geschikte waarderingsgrondslag is voor instrumenten die worden aangehouden voor handelsdoeleinden, maar niet zou moeten worden gebruikt voor instrumenten die op basis van kostprijs worden gemanaged. Daarnaast moet het slechts beperkt mogelijk blijven om gebruik te maken van de optie om financiële instrumenten op fair value te waarderen. Ook moet de nieuwe standaard de mogelijkheid bieden waarderingsaanpassingen te maken wanneer er sprake is van grote onzekerheid rondom de waardering van een instrument. Daarnaast moet een fair value waardering altijd worden ondersteund met voldoende disclosures.

DNB is via het Bazels Comité ook actief betrokken bij de ontwikkeling van een nieuw afwaarderingsmodel voor de leningportefeuille op basis van verwachte verliezen ('expected loss model').<sup>35</sup> Dit voorstel zal naar verwachting in het voorjaar van 2010 zijn afgerond en vervolgens als voorstel aan de IASB worden gepresenteerd. Belangrijkste uitgangspunten hier zijn dat de tekortkomingen van het huidige incurred loss model in het nieuwe model moeten worden geadresseerd, zonder dat dit leidt tot een toename in het gebruik van fair values. Voorzieningen voor toekomstig verwachte verliezen moeten eerder worden getroffen. Er moet dus meer worden gekeken naar de verwachtingen voor de toekomst, zodat ook de procyclische werking wordt afgeremd.

Het Bazels Comité hoopt dat de IASB de bovengenoemde principes in de nieuwe IFRS 9 standaard zal overnemen. Daarnaast werkt het Bazels Comité aan implementatierichtlijnen voor instellingen en toezichthouders, mocht dit voorgestelde model door de IASB worden overgenomen.

Ook met betrekking tot accountingstandaarden voor verzekeraars is sprake van diverse ontwikkelingen. Lange tijd bestond er geen internationale accountingstandaard voor verzekeringscontracten. In 2004 kwam de IASB met de standaard IFRS 4, die de knelpunten rondom accounting van verzekeringscontracten aanpakte, zij

<sup>35</sup> Press release Basel Committee on Banking Supervision, 'Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision reinforces Basel Committee reform package', 11 januari 2010; <http://www.bis.org/press/pr0011.htm>.

het slechts in zeer beperkte vorm. Op dit moment ontwikkelt de IASB een herziene versie van IFRS 4, waarin uitgebreidere en meer gedetailleerde standaarden worden verwerkt voor accounting met betrekking tot verzekeringscontracten. In de tweede helft van 2010 zal de IASB een exposure draft uitbrengen over deze standaard en de planning is dat de nieuwe standaard vanaf 2011 in IFRS wordt opgenomen. Ook bij de totstandkoming van deze nieuwe standaard is DNB actief betrokken via haar deelname aan internationale gremia als de IAIS en CEIOPS.

## 8 Corporate governance en toezicht

*Door bedrijfsschandalen is corporate governance sinds eind jaren negentig prominent in de belangstelling gekomen. In verschillende landen zagen corporate governance codes het licht. In Nederland stonden daarbij diverse thema's centraal: het tegengaan van beschermingsconstructies, het verbeteren van interne controle en interne beheersing, het versterken van de rol van de Raad van Commissarissen en het vergroten van de macht van de aandeelhouder. Vanwege het verband met het toezicht op een beheerste en integere bedrijfsvoering is corporate governance relevant voor DNB als toezichthouder. Dit hoofdstuk gaat dieper in op een aantal deelonderwerpen dat actueel is in relatie tot de financiële crisis: de rol en het functioneren van (i) de Raad van Bestuur, (ii) de Raad van Commissarissen en (iii) de aandeelhouders, alsmede de prikkelwerking van het beloningsbeleid.*

### Ontwikkelingen corporate governance in vogelvlucht

#### *Bedrijfsschandalen als bakermat*

De bakermat van het beleid inzake corporate governance ligt grotendeels in bedrijfsschandalen in de jaren negentig. In het Verenigd Koninkrijk werd in 1992 de eerste corporate governance code ontwikkeld, het Cadbury Report. Directe aanleiding waren accounting- en systeemfraudes die de ondergang van textielonderneming Polly Peck en de internationale bank BCCI tot gevolg hadden. Door deze bedrijfsschandalen groeide de belangstelling voor het verbeteren van interne controle-systemen. Dit resulteerde in het COSO-rapport in 1992.<sup>36</sup> In de Verenigde Staten leidden slechte commerciële prestaties van het Amerikaanse bedrijfsleven tot de 'General Motors richtlijnen' in 1994. Deze richtlijnen bevatten normen voor ondernemingsbesturen in de Verenigde Staten. In 1995 kwam een omvangrijke fraude aan het licht bij de Engelse bank Barings die door de activiteiten van één medewerker

<sup>36</sup> COSO staat voor Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. In het COSO-rapport worden aanbevelingen gedaan en richtlijnen aangegeven ten aanzien van interne controle en interne beheersing. Het rapport is aangevuld in 1994 en geactualiseerd in 2004.

ruim USD 1 miljard verloor bij speculaties, omdat de interne controlesystemen van de bank niet goed functioneerden.

Na het barsten van de internetzeepbel in 2001 kwam wederom een aantal grote accountingfraudes aan het licht. Deze kregen veel aandacht van media en politiek. In de Verenigde Staten speelde dit bij Enron (2001), wat leidde tot de ondergang van accountantskantoor Arthur Andersen, en WorldCom (2002). Mede onder druk van de publieke opinie kwam spoedig hierna in de Verenigde Staten de Sarbanes-Oxley Act (2002) tot stand. Met deze wet werden de regels voor deugdelijk ondernemingsbestuur aangescherpt en uitgebreid. De focus lag op het vergroten van de transparantie en het verbeteren van de interne controle en financiële rapportages.

Op Europees niveau verscheen in 2001 het 'Final report of the high level group of company law experts', waarin aanbevelingen stonden voor het verbeteren van het ondernemingsrecht. De initiële focus was gericht op het aanpassen van overnamerichtlijnen. Dit rapport en nieuwe schandalen in 2003 in Italië (Parmalat) en Nederland (Ahold) leidden tot de ontwikkeling en aanscherping van corporate governance codes. De Europese Commissie kwam in 2003 met een plan gericht op het verbeteren van corporate governance en disclosure (openheid), het versterken van aandeelhoudersrechten, het moderniseren van de Raad van Bestuur (RvB) en het harmoniseren van corporate governance codes van de lidstaten. Dit mondde uit in Europese richtlijnen die beschermingsconstructies rondom overnames wettelijk aan banden legden en de macht van de aandeelhouders vergrootten. Naast deze richtlijnen werd in 2007 ook de richtlijn deelnemingen in de financiële sector van kracht ('de vvgb-richtlijn'), die uiterlijk maart 2009 in de lidstaten moest zijn geïmplementeerd.<sup>37</sup>

#### *Corporate governance in Nederland*

In Nederland werden de fundamentele verhoudingen in het bestuur van ondernemingen nader vastgelegd in de Structuurwet van 1971. In deze wet werd vastgelegd dat de RvB verantwoording aflegt aan de Raad van Commissarissen (RvC). Daarnaast werd bepaald dat de leden van de RvC door middel van coöptatie worden benoemd. De RvC heeft in dit systeem de taak een afweging te maken van de belangen van alle stakeholders van de onderneming, waarbij de aandeelhouders slechts één van de partijen zijn.

In de discussie rondom corporate governance hebben in Nederland de afgelopen jaren diverse thema's centraal gestaan: het tegengaan van beschermingsconstructies, het verbeteren van interne controle en interne beheersing, het versterken van de rol van de RvC en het vergroten van de macht van de aandeelhouder. Deze discussie werd mede gevoed door bedrijfsschandalen in binnen- en buitenland.

<sup>37</sup> De Nederlandse implementatiewetgeving is in januari 2010 naar het parlement gezonden (Kamerstukken II, 2009/10, 32 292).

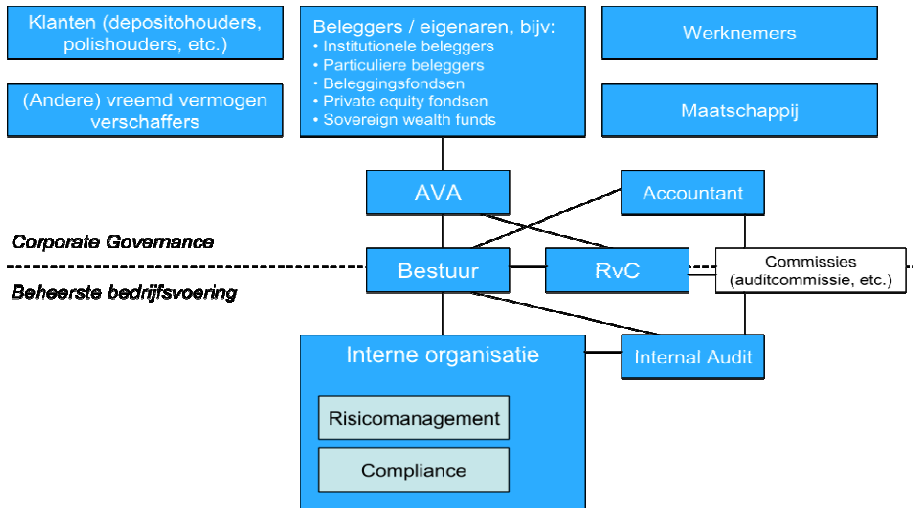
Om het te voeren beleid op het gebied van corporate governance uit te werken, werd een aantal commissies ingesteld. De commissie Peters (1996), onder leiding van Jaap Peters, onder meer oud-voorzitter van de RvB van Aegon, moest onderzoeken of het evenwicht tussen toezicht, bestuur en aandeelhouders binnen de beursgenoteerde vennootschappen houdbaar was tegen de achtergrond van de internationalisering van de economie. Het rapport dat in 1997 verscheen werd door het bedrijfsleven lauw ontvangen. In 2003 werd de commissie Tabaksblat, onder leiding van Morris Tabaksblat, onder meer oud-voorzitter van de RvB van Unilever, gevraagd een code te ontwikkelen om de corporate governance te verbeteren. De resulterende Code Tabaksblat (december 2003) richtte zich vooral op het vergroten van transparantie van ondernemingen ten opzichte van aandeelhouders. Onderdeel van de Code is de wettelijk verankerde regel ‘pas toe of leg uit’: de beursgenoteerde vennootschappen moeten de principes en bepalingen van de Code naleven, dan wel gemotiveerd in hun jaarverslag uiteenzetten waarom van naleving werd afgezien. Met deze wettelijke verankering ging de Code verder dan het vrijblijvende karakter van de aanbevelingen van de commissie Peters. In 2004 werd de Monitoring Commissie Corporate Governance Code ingesteld (commissie Frijns, genoemd naar Jean Frijns, onder meer oud-directeur vermogensbeheer van ABP). Deze commissie brengt de mate van naleving van de Code Tabaksblat in kaart, signaleert eventuele onduidelijkheden en brengt jaarlijks advies uit aan de Ministers van Financiën en Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken. Uit de evaluatie in 2006 bleek onder andere dat beursgenoteerde vennootschappen de Code steeds beter naleefden, hoewel op het gebied van het beloningsbeleid de transparantie gering was. De door de commissie Frijns in 2008 geactualiseerde Corporate Governance Code Tabaksblat trad op 1 januari 2009 in werking. De principes uit de herziene Code kunnen, aldus de commissie Frijns, worden opgevat als de moderne, en inmiddels breed gedragen, algemene opvattingen over goede corporate governance. De belangrijkste aanpassingen (aanscherpingen) liggen op het gebied van risicobeheersing, beloningen van bestuurders, verantwoordelijkheid van aandeelhouders, diversiteit in de samenstelling van de RvC en maatschappelijk verantwoord ondernemen. In juli 2009 wordt Frijns als voorzitter opgevolgd door Jos Streppel, onder meer oud-financieel directeur van Aegon. De commissie Streppel zal in 2010 voor het eerst de naleving van de aangepaste Code uit 2009 monitoren.

## **Corporate governance en toezicht**

### *Corporate governance en beheerste bedrijfsvoering*

Corporate governance en beheerste bedrijfsvoering zijn belangrijke elementen in het toezicht van DNB. Beide begrippen zijn breed en kennen in de samenleving uiteenlopende interpretaties. Hieronder wordt een beschrijving gegeven van wat DNB onder corporate governance en beheerste bedrijfsvoering verstaat. Figuur 1

**Figuur 1 Corporate governance en beheerste bedrijfsvoering**



bevat hiervan een weergave voor een typische (middel)grote NV of BV. In deze figuur is door middel van een stippellijn een scheidslijn getrokken tussen corporate governance en beheerste bedrijfsvoering, om aan te geven dat het om verschillende begrippen gaat. Waar de lijn precies loopt, is enigszins arbitrair. Bovendien zouden bepaalde elementen aan beide begrippen kunnen worden toegerekend, zoals de rol van het bestuur en de interne audit functie.

Bij corporate governance gaat het primair over de ‘driehoek’ algemene vergadering van aandeelhouders (AvA), RvB en RvC. De rol (taken en bevoegdheden) van deze drie partijen en het samenspel tussen deze partijen staan hierbij centraal. In toenemende mate wordt het belang van andere stakeholders van de onderneming ook geschaard onder goede corporate governance. De interactie tussen deze partijen is afhankelijk van de structuur van het bestuur: in een One Tier Board zitten executive boardleden (bestuurders) en non-executive boardleden (commissarissen) samen in het bestuur. In een Two Tier Board vormen de RvB en de RvC verschillende ‘boards’. Overigens is een One Tier Board in Nederland minder gebruikelijk.

Bij beheerste bedrijfsvoering is de invalshoek de interne beheersorganisatie van een onderneming: op welke wijze wordt de onderneming bestuurd en worden risico’s beheerst, hoe wordt daar verantwoording over afgelegd en op naleving toegezien? Interne beheersfuncties zoals interne audit, risicomanagement en compliance spelen hierbij een belangrijke rol.

Corporate governance en beheerste bedrijfsvoering liggen derhalve in elkaars verlengde. Samen vormen zij een pijler waarop een toezichthouder kan steunen.

*Aanknopingspunten voor het toezicht van DNB*

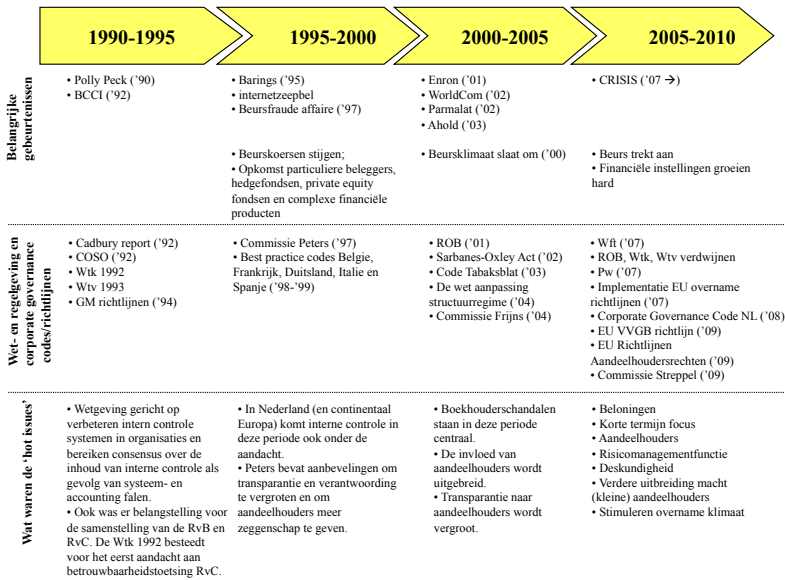
Specifiek voor banken en verzekeraars was in zowel de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk 1992) als in de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 (Wtv, 1993) een ‘Administratieve Organisatie-bepaling’ opgenomen. Deze bepaling vormde voor DNB/PVK een grondslag ook naar de bedrijfsvoering van onder toezicht staande ondernemingen te kijken.<sup>38</sup> Snelle veranderingen in de financiële sector hadden een significante invloed op de structuur en het risicoprofiel van financiële ondernemingen. Samen met toenemende aandacht voor corporate governance, compliance, integriteit en ontwikkelingen in het internationale toezicht, vormde dit de aanleiding diverse bestaande regelingen op het gebied van organisatie en beheersing te stroomlijnen. Hiertoe trad in 2001 de Regeling Organisatie en Beheersing (ROB) in werking. Hierin werd voor het eerst het gehele veld van governance en beheersing in één regeling vervat. De ROB werd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) uit 2007 omgezet in meer ‘highlevel’ bepalingen. DNB houdt op grond van artikelen 3:10 en 3:17 van de Wft toezicht op de beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële ondernemingen. Goede corporate governance wordt hierbij door DNB gezien als een belangrijk element van – of randvoorwaarde voor – een beheerste en integere bedrijfsvoering. Naast de wettelijke basis zijn de uitgangspunten voor het toezicht op corporate governance gestoeld op internationale principes en richtlijnen. De belangrijkste hiervan – de corporate governance principes en richtlijnen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO), het Bazels Comité (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS), de International Association of Insurance Supervisors (IAIS) en het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) – worden in 2010 herzien.

De betrokkenheid van DNB bij de governance van financiële ondernemingen heeft de afgelopen twee decennia vorm gekregen op zeer uiteenlopende onderwerpen. De mate van aandacht en de aanpak ervan in het prudentiële toezicht moeten worden gezien in relatie tot de tijdgeest, de ontwikkelingen in de (inter)nationale samenleving, alsook de voorhanden zijnde kennis. Figuur 2 geeft hiervan een illustratie in de vorm van een tijdslijn met de belangrijkste ontwikkelingen op het gebied van corporate governance. Op de tijdslijn zijn de belangrijkste gebeurtenissen, wet- en regelgeving en governance codes van de afgelopen twintig jaar geplaatst. Ook is getracht de tijdgeest weer te geven door te verwijzen naar de belangrijkste onderwerpen die speelden op het terrein van corporate governance en beheerste bedrijfsvoering.

<sup>38</sup> Omdat DNB en PVK in oktober 2004 zijn gefuseerd, wordt in het vervolg van dit hoofdstuk alleen nog aan DNB gerefereerd. Hier wordt ook haar rechtsvoorganger mee bedoeld.



**Figuur 2 Twintig jaar corporate governance en beheerste bedrijfsvoering**



## Rol en functioneren van de hoofdrolspelers

De rol en het functioneren van de hoofdrolspelers in corporate governance: (i) RvB, (ii) RvC en (iii) aandeelhouders, nodigen in het licht van de crisis uit tot een nadere beschouwing.

### (i) Raad van Bestuur

De taakinvulling van het bestuur is in Nederland de afgelopen decennia sterk veranderd door internationalisering van ideeën over corporate governance en als gevolg van een aantal grote bedrijfsschandalen.

#### Taakinvulling Raad van Bestuur

Voor de taken en bevoegdheden van het bestuur van een onderneming is het onderscheid van belang dat het Burgerlijk Wetboek maakt tussen 'vennootschap' en 'onderneming'. Het bestuur moet niet één bepaald belang dienen (dat van de vennootschap, bijvoorbeeld de moedermaatschappij), maar moet het complexe stelsel van belangen van de hele onderneming in zijn besluitvorming meewegen (inclusief bijvoorbeeld de belangen van de dochterondernemingen). Daarenboven komt de verplichting ook rekening te houden met relevante externe belangen. Bij het uitoefenen van de bestuursbevoegdheden staat de collegialiteit van het bestuur voorop.

Elke individuele bestuurder draagt de verantwoordelijkheid voor de bestuurstaak in zijn geheel en kan zich dus niet beroepen op ‘dit hoort niet in mijn portefeuille’.

Interessant in dit verband is dat het Angelsaksische model in Nederland aan populariteit lijkt te winnen. In dit model ligt de eindverantwoordelijkheid bij een Chief Executive Officer (CEO). De collegialiteit van het bestuur en de ‘checks and balances’ tussen de bestuursleden onderling nemen hierdoor af. Tegelijkertijd is in dit model veelal sprake van een One Tier Board waarin bestuurders en commissarissen samen plaatshebben. De eerder geschetste relatie tussen RvB, RvC en aandeelhouders verandert hierdoor ten opzichte van de in Nederland meer gangbare Two Tier Board. Op dit moment is een wetsvoorstel aanhangig dat de One Tier Board in ieder geval ook voor structuurvennootschappen mogelijk moet maken. Het voorstel tot wetwijziging is in december 2009 door de Tweede Kamer aangenomen.

#### *Deskundigheid Raad van Bestuur*

De taakinfilling van het bestuur heeft verschillende facetten. Het bestaat uit het nadenken en uitwerken van de grote strategische lijnen, maar ook het sturen in het dagelijkse beleid. Het bestuur is hiermee verantwoordelijk voor de gehele beleidscyclus. Dat vereist een specifieke deskundigheid.

In 1989 heeft DNB de bevoegdheid gekregen om (dagelijks) beleidsbepalers (veelal bestuurders) van onder toezicht staande financiële instellingen te toetsen om een beter zicht te krijgen op de professionaliteit van toekomstige bankmanagers. Daarbij werd ook rekening gehouden met de individuele capaciteiten versus de deskundigheid van het collectieve bestuur en de continuïteit.

Sinds 2007 bepaalt de Wft het kader voor de deskundigheidstoetsing door DNB met betrekking tot de bancaire sector en de verzekeringssector. De Wft en de toelichting daarop laten ruimte voor een nadere invulling door DNB bij haar toetsing van deskundigheid. DNB ontwikkelt momenteel, samen met de AFM, een cross-sectoraal ‘normenkader deskundigheid’ voor (dagelijks) beleidsbepalers, zoals bestuurders, waarin, naast de componenten kennis en ervaring, ook gedrag en vaardigheden, alsmede het feitelijk functioneren worden meegenomen.

#### *Risicomanagement*

Een belangrijk element van de taakinfilling van het bestuur, en de daarvoor vereiste deskundigheid, is het risicomanagement. Het bestuur moet de algemene risicostrategie van een instelling en de risicolimieten vaststellen, moet een goed begrip hebben van de diverse risico’s die de instelling loopt en van de maatregelen om deze te beheersen. DNB heeft dan ook altijd benadrukt dat het bestuur (als college) deskundig moet zijn op het terrein van risicomanagement en daar de volle verantwoordelijkheid voor moet dragen. Het is daarbij vooral de vraag hoe de risicomanagementfunctie is ingebed in de organisatie van een onderne-

ming. Dit betreft de rol en het functioneren van de Chief Risk Officer (CRO) / risicomanagementafdeling(en) en de rol en houding van het bestuur ten opzichte van die CRO / risicomanagementafdeling(en). Een goede verankering van de risicomanagementfunctie is tevens een essentieel onderdeel van een beheerste bedrijfsvoering.

Tekortkomingen in risicomanagement worden vaak aangevoerd als één van de oorzaken van de crisis. Uit een onderzoek van het CEBS blijkt dat een goede interne beheersorganisatie sommige financiële ondernemingen heeft geholpen de financiële crisis beter te doorstaan dan andere.<sup>39</sup> Het managen van risico's, in overeenstemming met de strategie en 'risk appetite' van de onderneming, behoort tot de integrale verantwoordelijkheid van een onderneming. Dit maakt centrale aansturing en integrale beheersing van het risicomanagement noodzakelijk. Alleen dan kunnen van operationeel tot strategisch niveau de RvB en RvC op toereikende wijze worden ondersteund in het identificeren, analyseren en managen van de risico's. Hiertoe dient in elk geval bij meer complexe organisaties de verantwoordelijkheid voor alle risicomanagementactiviteiten in de onderneming bij één persoon hoog in de organisatie te worden belegd, bijvoorbeeld de CRO. Gegeven de rol van het risicomanagement als verdedigingslinie na het lijnmanagement, is het belangrijk dat de risicomanagementfunctie de vrijheid en capaciteit heeft zich onafhankelijk van operationele en commerciële belangen een oordeel te vormen en dit uit te dragen. De rol van CRO hoeft niet per se door een bestuurslid te worden vervuld. Wel is essentieel dat de CRO in staat is tot op het hoogste niveau in de organisatie de besluitvorming te beïnvloeden. Voor goed risicomanagement is een CRO een noodzakelijke, maar geen toereikende voorwaarde. In ieder geval moet er naast de CRO voldoende capaciteit zijn voor risicomanagement. Bovendien moeten beloningen en andere prikkels goed risicomanagement ondersteunen. Bovenal is het hierbij van belang dat de onderneming, het bestuur voorop, zich verantwoordelijk voelt voor governance, waaronder het identificeren en managen van risico's. Dit vereist een juiste 'tone at the top'.

Zowel het feitelijk functioneren van een beleidsbepaler als de aandacht in de organisatie voor risicomanagement als onderdeel van een goede corporate governance hangen samen met de bedrijfscultuur van de financiële onderneming. Een adequate bedrijfscultuur is een instrument van risicobeheersing. In sommige gevallen wordt de bedrijfscultuur gezien als één van de oorzaken van de crisis (onder andere met betrekking tot beloningen). Voor DNB is van belang dat de bedrijfscultuur het handelen conform de geest van de wet stimuleert. Bij de uitwerking van dit thema concentreert DNB zich in 2010 op twee onderwerpen: zorgvuldige besluitvorming (het onderkennen en zichtbaar meewegen van alle relevante belangen) en consistentie (het handelen in lijn met doelstellingen, principes en keuzes).

<sup>39</sup> CEBS Groupe de Contact (12 januari 2010), 'Report on a case study analysis of how European banks have implemented CEBS Guidelines on Internal Governance'.

*(ii) Raad van Commissarissen*

De toezichthoudende taak van de RvC is cruciaal voor de noodzakelijke ‘checks and balances’. De rol van de RvC is de laatste twee decennia sterk veranderd. Door bedrijfsschandalen is de samenleving steeds meer belang gaan hechten aan de toezichthoudende rol van de RvC. Dit heeft invloed op de samenstelling van de RvC en de eisen die worden gesteld aan de leden van de RvC. Hiermee wint het commissariaat aan professionaliteit en complexiteit. Dit komt terug in verschillende gedragscodes. In de huidige crisis is veel kritiek geuit op het functioneren van de RvC’s. Deze kritiek vertaalt zich in aanbevelingen over deskundigheid, onafhankelijkheid en beschikbaarheid van commissarissen.

*Taakinvulling Raad van Commissarissen*

Het wettelijk kader voor de RvC is als volgt samen te vatten. Onder toezicht staande ondernemingen moeten een RvC hebben van minstens drie leden. De RvC moet toezicht houden op het beleid en de algemene gang van zaken in de onderneming. De RvC staat het bestuur ook met advies ter zijde. Het gaat hierbij om een collegiale taakuitoefening. De RvC dient het belang van de onderneming als geheel. Het bestuur informeert de RvC over de hoofdlijnen van het strategische beleid, de algemene en financiële risico’s en het beheers- en controlesysteem.

Vanaf 1996 zijn volgens onderzoek van Spencer Stuart Board Services de volgende tendensen zichtbaar. Gemiddeld heeft een RvC tegenwoordig iets meer dan vijf leden. De financiële expertise in de RvC is fors toegenomen. De taken van een RvC-lid zijn complexer en zwaarder geworden. Een toenemend aantal buitenlandse leden en ook steeds meer vrouwen zijn vertegenwoordigd in een RvC. Een commissaris heeft gemiddeld een lager aantal commissariaten en de transparantie is toegenomen. Deze openheid heeft er mede toe geleid dat vrijwel alle commissarissen zich aan de maximale zittingsduur houden. Het aantal vergaderingen van de RvC’s en van de commissies is toegenomen. Het is steeds gebruikelijker dat RvC’s hun eigen functioneren jaarlijks evalueren.

*Deskundigheid Raad van Commissarissen*

Begin jaren negentig kwam (inter)nationaal en binnen DNB steeds meer aandacht voor risicomanagement in relatie tot de rol van de RvC. Door de Europese Tweede Coördinatierichtlijn Banken (geïmplementeerd in de op 1 januari 1993 in werking getreden Wtk 1992) werd het terrein van de RvC uitgebreid tot de Administratieve Organisatie en Interne Controle (‘AO IC’). Sinds de crisis wordt (inter)nationaal nadrukkelijker betrokkenheid en verantwoordelijkheid van de RvC verwacht inzake het goed functioneren van de RvB.

DNB heeft in het verleden meerdere malen gepleit voor wettelijke verankering van de deskundigheidstoetsing van commissarissen, onder meer vanwege de toegenomen

men complexiteit in de financiële sector. Dit zal geschieden in de Wijzigingswet financiële markten 2011, die thans in voorbereiding is. De formele consultatie is in januari 2010 afgerond.

Onafhankelijkheid is belangrijk voor goed toezicht door de RvC en daarmee voor de noodzakelijke ‘checks and balances’. Naarmate de RvC onafhankelijker functioneert, kan de effectiviteit van het toezicht toenemen. In de jaren negentig werd onafhankelijkheid vooral gezien vanuit het oogpunt van formele relaties en belangenverstrengeling. Naarmate het belang van intern toezicht door de RvC toenam, werd onafhankelijkheid meer ingevuld als ‘een onafhankelijke geesteshouding’. Doorstroming van de bestuursvoorzitter of andere directieleden naar de RvC wordt daarom steeds vaker als minder gewenst beschouwd. Dit wordt versterkt doordat in dergelijke situaties de schijn wordt gewekt dat onafhankelijkheid in optreden niet is gewaarborgd.

Een tekortkoming die in de crisis werd gesignaleerd, is dat commissarissen vaak ‘niet dicht genoeg op het bestuur zaten’. De formele structuur – als non-executives in een One Tier Board of als leden van de RvC in een Two Tier Board – kan hierbij een rol spelen, maar is minder belangrijk dan de feitelijke taakinvoering. De opstelling (waaronder onafhankelijkheid) en betrokkenheid van commissarissen is in beide gevallen doorslaggevend.

Met het verschijnen van de Code Tabaksblat gold dat een commissaris bij een beursgenoteerde onderneming vijf commissariaten mocht hebben, waarbij een voorzitterschap dubbel telde. Vaak echter hebben commissarissen naast vijf commissariaten bij beursgenoteerde ondernemingen, ook nog commissariaten bij niet-beursgenoteerde ondernemingen. Uit een rapport van de Vereniging voor Financieel-Economisch Management (FINEM), getiteld ‘Commissarissen willen verbeteren en leggen de lat hoger’ (2009), blijkt dat de helft van de ‘professionele’ commissarissen meer dan zeventien commissariaten heeft.

### *(iii) Aandeelhouders*

Ondernemingen lijken zich door de jaren heen meer en meer te zijn gaan richten op de belangen van de aandeelhouders. Dit lijkt een logisch gevolg van het beleid dat in de afgelopen twee decennia is gevoerd richting verruiming van de rechten van aandeelhouders en het afbouwen van beschermingsconstructies. Op nationaal niveau begint dit in 1989 met een aanpassing in het fondsenreglement van de Vereniging voor Effectenhandel, gevolgd door de aanbevelingen van de commissies voor corporate governance, aanpassingen in de Structuurwet en implementatie van Europese richtlijnen.

In het afgelopen decennium hebben vooral hedgefondsen en private equity fondsen van de toegenomen rechten van aandeelhouders gebruik gemaakt. Maar ook

(andere) institutionele beleggers en private beleggers (bij monde van de Vereniging van Effectenbezitters) laten steeds meer van zich horen en proberen met gebruik van hun juridische mogelijkheden ander gedrag of compensatie voor aandeelhouders af te dwingen. De term ‘aandeelhoudersactivisme’ deed hiermee zijn intrede.

In het kader van de crisis is kritiek geuit op de rol van aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen. Een deel van de aandeelhouders zou te veel hebben gestuurd op korte termijn resultaten, waardoor financiële ondernemingen te veel risico zijn gaan nemen om aan die verwachtingen te voldoen. Aan de andere kant is ook betoogd dat aandeelhouders het recht hebben op te komen voor hun eigen belangen; wellicht zijn het de bestuurders en commissarissen die zich te veel hebben laten sturen door de aandeelhouders. Door de ontwikkeling van de beurskoers als continue graadmeter voor de eigen prestaties te nemen, werd hun verantwoordelijkheid voor een brede weging van de belangen van alle stakeholders met het oog op het lange termijn belang van de onderneming uit het oog verloren.

De rol van aandeelhouders is een omgevingsfactor waarvan een grote invloed kan uitgaan op zaken als een beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële ondernemingen. DNB heeft een beperkte invloed op de rol van aandeelhouders. De voorname wettelijke bevoegdheid die DNB kent in relatie tot aandeelhouders is het al dan niet afgeven van een verklaring van geen bezwaar (vvgb) in geval een partij een belang wenst te nemen van 10% of meer in een financiële onderneming.<sup>40</sup> Tot maart 2009 diende een vvgb te worden afgegeven tenzij een gezonde en prudente bedrijfsuitoefening van die onderneming in gevaar kwam, een zeggenschapsstructuur zou ontstaan die zo ondoorzichtig is dat deze een belemmering zou vormen voor het toezicht, of sprake zou kunnen zijn van een ongewenste ontwikkeling in de financiële sector. (Mede-)beleidsbepalers van de financiële onderneming die een vvgb aanvraagt, worden daarnaast door DNB getoetst op betrouwbaarheid. De vvgb-richtlijn, die in maart 2009 in de lidstaten moest zijn geïmplementeerd, heeft tot doel het proces en de criteria van de beoordeling van vvgb-aanvragen voor gekwalificeerde deelnemingen in bepaalde financiële ondernemingen te uniformeren en te verduidelijken. De Nederlandse wetgeving ter implementatie van deze richtlijn is in januari 2010 naar het parlement gezonden. Tot aan de implementatie van de vvgb-richtlijn zal DNB de huidige Wft-bepalingen op dit gebied zoveel mogelijk in lijn met de vvgb-richtlijn toepassen.

<sup>40</sup> Dit is neergelegd in artikel 3:100 Wft, daarvoor artikel 24 Wtk en artikel 175 Wtv. De Minister van Financiën is bevoegd indien twee of meer van de vijf grootste banken met zetel in Nederland (gemeten naar balanstotaal per ultimo van het voorgaande boekjaar) dan wel twee of meer van de vijf grootste verzekeraars met zetel in Nederland (gemeten naar bruto premie-inkomen over het voorafgaande boekjaar) zijn betrokken bij een aanvraag voor een vvgb.

## De prikkelwerking van het beloningsbeleid

Met de crisis kwam het onderwerp van ongewenste beloningsprikkel in de financiële sector hoog op de (inter)nationale agenda. DNB heeft het onderwerp sindsdien actief ter hand genomen, onder meer door samen met de AFM beloningsprincipes uit te brengen.

### *Variabele beloningen in de financiële sector*

Uit onderzoek van FNV bondgenoten uit 2008 blijkt dat de financiële sector koploper is op het gebied van variabele beloningen: 79% van de werknemers ontvangt enige vorm van variabele beloning. Mogelijke redenen zijn dat het een kennisintensieve sector is met een sterke competitie voor talent. Ook is de aard van sommige functies zodanig dat medewerkers bijzonder hoge bedragen voor de onderneming kunnen verdienen als gevolg van persoonlijke relaties of bijzondere talenten van de medewerker (bijvoorbeeld handelaren en zakenbankiers) en dat de omzet- of winstbijdrage goed te meten is. De beloning voor medewerkers in deze functies is traditioneel in sterke mate variabel. Dit heeft mogelijk een uitstralingseffect gehad naar de rest van de sector.

Variabel beloningsbeleid kan bijdragen aan het werven en behouden van talentvolle medewerkers, het in de juiste richting beïnvloeden van het gedrag van medewerkers en het afstemmen van de salariskosten op de financiële resultaten. Het is hierbij wel van belang dat de variabele beloningen de goede prikkels geven én in slechte tijden daadwerkelijk veel lager zijn of in het geheel niet worden uitgekeerd.

### *Beloningsbeleid in het toezicht*

Tot begin 2008 was er vanuit de optiek van ongewenste prikkelwerking maar beperkt aandacht voor het beloningsbeleid van financiële ondernemingen. De verklaring hiervoor kan mogelijk worden gevonden in een combinatie van twee factoren. De eerste factor is dat het beloningsbeleid een onderwerp is dat direct raakt aan de persoonlijke levenssfeer van mensen. Beloning ontvangt men voor geleverde arbeid en prestaties. Het wordt normaal gevonden dat kritisch wordt gekeken (ook door de toezichthouder) naar het werk dat wordt afgeleverd. Maar de beloning die men ervoor krijgt, is iets tussen werkgever en werknemer. De tweede factor ligt in de lange periode van economische groei. Financiële ondernemingen presteerden goed en groeiden hard. De innovatieve kracht werd alom geprezen en als een belangrijke basis voor onze welvaartsgroei gezien. In een dergelijke omgeving is weinig voedingsbodem voor een fundamentele wijziging van het beloningsbeleid.

Begin 2008 werd door opiniemakers gewezen op de rol die verkeerde prikkelwerking als gevolg van variabele beloningsstructuren zou hebben gespeeld in het ontstaan van de crisis. Niet lang daarna, in april 2008, verschenen rapporten van het Financial Stability Forum (sinds april 2009 het Financial Stability Board) en het Institute



of International Finance, waaruit bleek dat zowel de internationale regelgevende, monetaire en toezichthoudende gemeenschap als de sector zelf de rol erkenden die verkeerde prikkelwerking als gevolg van variabele beloningsstructuren zou hebben gespeeld. Dit vormde het startschot voor diverse internationale gremia en nationale toezichthouders met dit onderwerp aan de slag te gaan. Diverse nationale en internationale organen hebben inmiddels principes / aanbevelingen voor beloningsbeleid opgesteld.<sup>41</sup>

DNB startte in mei 2008 met een onderzoek naar de aard en omvang van de problematiek in Nederland; in eerste instantie op basis van literatuur en intern aanwezige kennis en daarna (samen met de AFM) aan de hand van een groot aantal gesprekken bij onder toezicht staande ondernemingen. Begin mei 2009 publiceerden DNB en de AFM gezamenlijk principes voor een beheerst beloningsbeleid. Daarnaast bracht DNB de feitelijke belonings situatie binnen de financiële sector in kaart door een onderzoek bij 27 Nederlandse financiële ondernemingen en hun buitenlandse vestigingen. Uit het onderzoek ontstond het beeld dat de risico's die zijn verbonden aan het (variabele) beloningsbeleid op een aantal belangrijke onderdelen nog niet voldoende werden beheerst. DNB heeft in september 2009, tegelijk met het onderzoeksrapport, een uitwerking in 'good practices' gepubliceerd van de eerder met de AFM uitgebrachte principes voor goed beloningsbeleid. De beoordeling van het beloningsbeleid van financiële ondernemingen wordt momenteel ingebed in het reguliere toezicht van DNB. Daarbij wordt bezien in hoeverre de met de AFM uitgebrachte principes moeten worden aangepast aan ontwikkelingen die zijn opgetreden na publicatie. Zo wisselen toezichthouders in de context van het Bazels Comité ervaringen uit om te komen tot internationaal geharmoniseerde best practices.

41 De Larosière, High-Level Group on Financial Supervision in the EU (25 februari 2009); 'Herenakkoord Minister van Financiën met de financiële sector' (30 maart 2009); Financial Stability Forum, 'Principles for Sound Compensation Practices' (2 april 2009); Adviescommissie Toekomst Banken (Commissie Maas) 'Naar herstel van vertrouwen' (7 april 2009); CEBS, 'High-level principles for Remuneration Policies' (20 april 2009) en Europese Commissie, 'Commission recommendation on remuneration policies in the financial services sector' (30 april 2009). De aanbevelingen van de Commissie Maas zijn (deels) opgenomen in een door de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) in samenspraak met het Ministerie van Financiën ontwikkelde Code Banken, die op 9 september 2009 is gepubliceerd.



**Glossary**

- **Achtergestelde vordering**

Een vordering die een lagere rang heeft dan een gewone vordering. Mocht er sprake zijn van een faillissement, dan heeft de schuldeiser pas recht op een vergoeding als uit de executieopbrengt eerst de preferente en gewone vorderingen zijn voldaan.

- **Asset-backed commercial paper (ABCP)**

Term voor obligaties die door securitisatie zijn ontstaan en worden uitgegeven door een conduit. De conduit geeft dergelijk asset-backed commercial paper uit met als onderpand de kasstromen op een portefeuille waarin verschillende activa zijn gebundeld (al dan niet) afkomstig van verschillende partijen. Asset-backed commercial paper is kortlopend schuldpapier.

- **Asset-backed securities (ABS)**

Verzamelterm voor obligaties die door securitisatie zijn ontstaan en worden uitgegeven door een special purpose vehicle (SPV). De SPV geeft dergelijke asset-backed securities uit met als onderpand de kasstromen op een portefeuille van bijvoorbeeld hypotheekleningen, autoleningen of creditcardschulden, die door de verstrekker van die leningen (de initiator) aan de SPV zijn overgedragen. De opbrengst van de uitgifte van de asset-backed securities komt ten goede aan de initiator. Zie ook securitisatie.

- **Bank for International Settlements (BIS)**

De BIS, met het hoofdkantoor in het Zwitserse Bazel, is in 1930 opgericht om de herstelbetalingen uit te voeren die Duitsland moest doen na de Eerste Wereldoorlog. Na de Tweede Wereldoorlog concentreerde de BIS zich op de samenwerking tussen centrale banken, en op de monetaire en financiële stabiliteit in de wereld. De BIS huisvest het secretariaat van het Bazels Comité. Ook levert de BIS bancaire diensten aan de 55 aangesloten centrale banken.

- **Bankenboek**

In het toezicht op banken wordt onderscheid gemaakt tussen een bankenboek en een handelsboek. Het bankenboek bevat posities die voortvloeien uit de meer traditionele activiteiten van een bank, zoals hypothecaire kredietverlening of bedrijfsfinanciering. Deze leningen worden doorgaans aangehouden voor de volledige looptijd. Voor posities in het bankenboek gelden overwegend hogere kapitaaleisen dan voor posities in het handelsboek. Posities in het bankenboek worden vaak gewaardeerd op basis van de amortisatie-waarde. Zie ook handelsboek.

- **Basispunt**

Eén honderdste van een procent. Deze maat wordt onder andere gebruikt om rentewijzigingen aan te duiden.

- **Bazel I, kapitaalakkoord**

Akkoord uit 1988 tussen de bancaire toezichthouders van België, Canada, Duitsland, Frankrijk, Italië, Japan, Luxemburg, Nederland, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Zweden en Zwitserland. Met dit akkoord worden minimumstandaarden, waaronder kapitaaleisen, overeengekomen voor het toezicht op banken.

- **Bazel II, kapitaalakkoord**

Herziening van Bazel I, door de deelnemende bancaire toezichthouders – dezelfde groep als bij Bazel I uitgebreid met Spanje – bekrachtigd in juni 2004. Gedurende de jaren negentig werd duidelijk dat het bestaande akkoord aan herziening toe was. Om deze tekortkomingen te verhelpen, wordt er vanaf 1996 gewerkt aan een nieuw akkoord, Bazel II, dat meer rekening houdt met de risico's die banken lopen, flexibeler inspeelt op nieuwe producten en meer marktconform is.

- **Bazels Comité**

Het Bazels Comité voor banktoezicht (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) werd in 1974 op initiatief van de gouverneurs van de centrale banken van de G10 opgericht. Aanleiding hiervoor was de ondergang van het Duitse Bankhaus Herstatt in 1974, waarbij de noodzaak van betere informatie-uitwisseling en coördinatie tussen de nationale toezichthouders pijnlijk aan het licht kwam. In het Bazels Comité zijn in eerste instantie slechts de bancaire toezichthouders van de grootste economieën (de G10) vertegenwoordigd. In het voorjaar van 2009 is het lidmaatschap uitgebreid tot alle G20 landen, alsmede Hong Kong en Singapore.

- **CDS-spread**

Prijs in basispunten die effectief op jaarbasis wordt betaald voor het afdekken van het kredietrisico op een bepaalde tegenpartij via CDSen. Deze prijs is een indicator voor de kredietwaardigheid van een partij.

- **Collateralized debt obligations (CDOs)**

Asset-backed securities waarvan het onderpand bestaat uit leningen aan personen of bedrijven. Zie ook asset-backed securities. Naast CDOs bestaan ook nog CLOs en CBOs, het verschil tussen deze obligaties heeft betrekking op de onderliggende pool, bij CLOs bestaat deze pool uit bankleningen en bij CBOs uit obligaties.

- **Commercial mortgage-backed securities (CMBS)**

Asset-backed securities waarvan het onderpand bestaat uit commercieel onroerend goed. Zie ook asset-backed securities.

- **Committee on the Global Financial System (CGFS)**

Dit Comité monitort de ontwikkelingen op de mondiale financiële markten. Oorspronkelijk richtte het Comité zich op monetair beleid, maar door de veranderingen in het financiële stelsel verschoof de aandacht steeds meer naar vraagstukken

omtrent financiële stabiliteit. Het Comité is net als het Bazels Comité ondergebracht bij de BIS.

- **Conduit**

Een conduit is een specifieke vorm van de special purpose vehicle (SPV). Bij een traditionele securitisatie worden gewoonlijk de kasstromen op één type vorderingen overgedragen aan een SPV om als onderpand te worden gebruikt. Bij een conduit zijn de kasstromen op verschillende typen onderliggende activa, zoals hypotheekleningen en bedrijfskredieten, gebundeld. De activa zijn bovendien meestal afkomstig van meerdere partijen ('multi-seller conduit'), waaronder veelal bedrijven van buiten de financiële wereld. Conduits geven veelal kortlopende obligaties, asset-backed commercial paper genoemd, uit terwijl ze langer lopende activa van de verkopende partijen overnemen. Vaak worden conduits voorzien van aanvullende zekerheden voor de investeerders, zoals een kredietlijn bij een sponsorende bank.

- **Covered bond (gedekte obligatie)**

Obligaties waarbij mede door middel van onderpand aan de obligatiehouders een grote mate van zekerheid wordt geboden dat aan de verplichtingen onder de obligaties zal worden voldaan.

- **Credit default swap (CDS)**

Overeenkomst tussen twee partijen waarbij de ene partij bescherming koopt tegen het kredietrisico, zoals het risico op wanbetaling, dat zij loopt op een door haar verstrekte lening aan een derde. De verkoper van de bescherming, de uitgever van de CDS, ontvangt daarvoor een vergoeding.

- **Credit rating agency (kredietbeoordelaar of ratingbureau)**

Een credit rating agency is een bedrijf dat de kredietwaardigheid (kans op betaling) beoordeelt van instellingen (bedrijven en overheden) die schuldbewijzen uitgegeven, alsmede van schuldbewijzen zelf. De grootste bureaus zijn Moody's, Standard & Poor's en Fitch.

- **Crowding out**

Verschijsel waarbij de overheidsbestedingen de particuliere investeringen verdringen.

- **Deleveraging**

Dit is het proces van het verminderen of omlaag brengen van relatieve schuldposities ten opzichte van de activa van financiële partijen.

- **Depositogarantiestelsel**

Een garantieregeling voor tegoeden (deposito's) aangehouden bij een vergunninghoudende bank die wordt geactiveerd wanneer de bank niet meer aan haar

verplichtingen kan voldoen, bijvoorbeeld in het geval van een faillissement. Het depositogarantiestelsel heeft tot doel bij te dragen aan de financiële stabiliteit. Het moet voorkomen dat rekeninghouders bij geruchten over problemen bij hun bank hun tegoeden opvragen doordat zij weten dat zij door het depositogarantiestelsel hun geld (deels) terug krijgen. In Nederland keert het depositogarantiestelsel maximaal EUR 100.000 per persoon per bank uit en wordt het uitgevoerd door DNB.

- **Derivaat**

Financieel instrument dat is afgeleid van een onderliggende grootheid, bijvoorbeeld wisselkoersen, grondstofprijzen, aandelenkoersen of rentetarieven, en wordt ingezet om onzekerheden op toekomstige prijschommelingen van de onderliggende grootheid af te dekken. Voorbeelden van derivaten zijn opties, futures, forwards en swaps.

- **Eigen vermogen**

Het eigen vermogen van een onderneming wordt berekend door de schulden af te trekken van de bezittingen (activa). De kapitaaleisen voor instellingen stellen eisen aan de omvang van het eigen vermogen van instellingen en aan de samenstelling ervan.

- **Fair value accounting**

Het waarderen van activa of passiva in de balans op basis van reële waarde, waarbij waardeveranderingen direct of via de winst- en verliesrekening in het eigen vermogen tot uitdrukking komen. De reële waarde is het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld in een zakelijke, objectieve transactie tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen die onafhankelijk zijn.

- **Forward**

Een overeenkomst tussen twee partijen waarbij de kopende partij zich met het oog op een toekomstige (ver)kooptransactie vooraf verzekert van een vaste transactieprijs en zo het risico van toekomstige prijschommelingen afdekt.

- **Future**

Een variant op een forward met als belangrijkste verschillen dat futures gestandaardiseerd zijn, op een beurs worden verhandeld en tussentijdse waardeveranderingen gelijk verrekend worden.

- **Geldmarkt**

De markt waarop veelal financiële instellingen kortlopende kredieten (met een looptijd tot maximaal één jaar) lenen en uitlenen.

- **Gestructureerd product**

Dit zijn beleggingsproducten die meestal bestaan uit een combinatie van verschillende beleggingsproducten, zoals een obligatie en een optie. Door deze constructie van verschillende beleggingsproducten worden normale koersbewegingen gedempt of versterkt. ABSen en ABCPs zijn voorbeelden van gestructureerde producten.

- **Great moderation**

Periode vanaf midden jaren tachtig van wereldwijde gelijkmatige economische ontwikkeling met snelle economische groei en gematigde inflatie. De kredietcrisis maakt een einde aan deze periode.

- **Handelsboek**

In het toezicht op banken wordt onderscheid gemaakt tussen een bankenboek en een handelsboek. Onder Bazel II wordt het handelsboek afgebakend door het begrip ‘trading intent’: het handelsboek mag alleen liquide posities bevatten waarbij de bank de intentie heeft de posities slechts voor korte duur op de balans te houden. Voor posities in het handelsboek gelden overwegend lagere kapitaaleisen dan voor het bankenboek. Zo wordt bij de berekening van de kapitaaleisen onder meer verondersteld dat posities binnen tien dagen kunnen worden verkocht of worden afgedekt. Posities in het handelsboek moeten worden gewaardeerd op basis van marktwaarde. Zie ook bankenboek.

- **Hedgefondsen**

Van oudsher zijn dit beleggingsfondsen die op basis van een vastgestelde strategie proberen beleggingsrisico's te beperken. Hoewel een scherp afgebakende definitie niet bestaat, richten zij zich doorgaans op het ontwikkelen van arbitragestrategieën om prijsinefficiënties te benutten. Het zijn vaak besloten fondsen, die een forse minimale inleg verlangen en met geleend geld opereren.

- **Hybride kapitaal**

Kapitaalinstrumenten die elementen bevatten van zowel eigen vermogen als vreemd vermogen en door de toezichthouder tot het toetsingsvermogen (Tier 1 en Tier 2 kapitaal) worden gerekend. Voorbeelden hiervan zijn preferente aandelen en schuldbewijzen met een uiteenlopende mate van verliesabsorptiecapaciteit, permanentie, achterstelling en couponflexibiliteit.

- **IFRS standaarden**

De International Financial Reporting Standards is een set van afspraken over hoe het jaarverslag van een verslagplichtige organisatie er uit dient te zien. Het beheer van de standaarden is in handen van de International Accounting Standards Board (IASB).

- **Initiator (bij securitisaties)**

De verstrekker van de kredieten die worden gesecuritiseerd.

- **Internationaal Monetair Fonds (IMF)**

Het IMF is een organisatie met 186 lidstaten die zich inzet op het gebied van wereldwijde monetaire samenwerking en stabiliteit. Daarnaast richt het IMF zich op het bewaken van de financiële stabiliteit en op het bieden van tijdelijke hulp aan landen om tekorten op de betalingsbalans te corrigeren.

- **Junior (tranche)**

Ook wel first loss of equity tranche genoemd. Bij securitisatie geeft een special purpose vehicle obligaties uit in verschillende risicoklassen of tranches. Dit is de meest achtergestelde positie na securitisatie. Hier slaan mogelijke verliezen op de gesecuritiseerde activa, bijvoorbeeld de onderliggende hypotheekleningen, als eerste neer.

- **Kredietbeoordelaar**

Zie credit rating agency.

- **Kredietderivaat**

Zie credit default swap.

- **Lender of last resort**

Een instelling, veelal een centrale bank, die liquiditeiten verstrekt aan banken in problemen met als doel te voorkomen dat deze onnodig omvallen.

- **Leverage (hefboom(werking))**

Met leverage wordt bedoeld op de mate waarin van vreemd vermogen, geleend geld, gebruik wordt gemaakt. Bij financiële instellingen wordt de term leverage gebruikt om aan te geven in welke mate de activa van een instelling bestaan uit eigen vermogen en in welke mate uit vreemd vermogen. Leverage wordt in het Nederlands vertaald als hefboom(werking), omdat een hefboom het mogelijk maakt om met een kleine kracht een grote last te verplaatsen. Naar de financiële wereld vertaald: met een kleine hoeveelheid eigen vermogen een groot rendement behalen, namelijk door het gebruik van vreemd vermogen.

- **Leveraged buy out (LBO)**

Dit gaat over de financiering van bedrijfsovernames met geleend geld. Een investeringsfonds koopt de aandelen van een bedrijf op om dit bedrijf vervolgens te herstructureren. De aankoop van aandelen wordt gefinancierd met geld van investeerders in het fonds en met een aanvullende lening met de activa van het over te nemen bedrijf als onderpand. Het fonds maakt zodoende zelf geen schulden, maar krijgt met een beperkte investering toch controle over het bedrijf.

- **Liquiditeit**

Het totaal van middelen die een onderneming onmiddellijk kan aanwenden om betalingen te verrichten.

- **Mezzanine (tranche)**

Bij securitisatie geeft een special purpose vehicle obligaties uit in verschillende risicoklassen of tranches. Houders van obligaties uit de mezzanine tranche nemen een tussenpositie in tussen de meest achtergestelde positie waar mogelijke verliezen op de gesecuritiseerde activa als eerste neerslaan (de junior tranche) en de minst achtergestelde positie waar mogelijke verliezen op de gesecuritiseerde activa als laatste neerslaan (de senior tranche). De term mezzanine komt uit de architectuur en betekent 'tussenverdieping' of entresol.

- **Monoliner**

Verzekeraars die het kredietrisico op obligaties verzekeren.

- **Naked short selling**

Variant van short selling (zie aldaar) waarbij partij A bij aanvang van de transactie de financiële positie niet bezit die hij verkoopt.

- **Obligatie**

Een schuldbewijs voor een lening die is aangegaan door een overheidsinstelling, een onderneming of een instelling. Bedrijven komen door middel van het uitgeven van obligaties aan financiering en de kopers van obligaties ontvangen hiervoor een rentevergoeding.

- **Off-balance (buiten de balans)**

Off-balance is de aanduiding voor activa die niet langer op de balans van een onderneming staan. De term wordt vooral gebruikt bij securitisaties, waarbij activa (zoals hypotheek of bedrijfsleningen) worden verkocht door de oorspronkelijke eigenaar (initiator) aan een speciaal daarvoor opgerichte juridische entiteit (special purpose vehicle). De activa verdwijnen hierdoor van de balans van de initiator en zijn daarmee off-balance.

- **Onderpand**

Een zekerheid in de vorm van geld, goederen of rechten, waarop iemand zich kan verhalen als de tegenpartij niet aan zijn verplichtingen voldoet.

- **Optie**

Vergelijkbaar met een future met als groot verschil dat bij een future de houder ervan verplicht is tegen de afgesproken prijs af te nemen of te leveren. Bij een optie heeft de houder het recht in de toekomst tegen de afgesproken prijs af te nemen (call optie) of te leveren (put optie).



- **Originate-to-distribute model**

Het model dat met securitisatie wordt vormgegeven: banken verstrekken kredieten (origination), de kasstromen en het bijbehorende kredietrisico worden vervolgens via special purpose vehicles buiten de balans gebracht en overdragen aan geïnteresseerde partijen (distribution). Zie ook securitisatie.

- **Originator**

Zie initiator.

- **Over the counter markt (OTC-markt)**

Dit is de markt voor financiële transacties die niet via de beurs verlopen maar die direct tussen twee partijen worden afgesloten. Producten zoals swaps en forwards worden bijna altijd op deze manier verhandeld omdat, in tegenstelling tot gestandaardiseerde contracten die op de beurs worden verhandeld, deze producten op maat gemaakt (kunnen) worden.

- **Preferente aandelen**

Aandelen waarop een vast percentage dividend wordt uitgekeerd vóórdát aan gewone aandeelhouders een dividenduitkering wordt gedaan.

- **Private equity**

Beleggen in private equity betreft het beleggen in aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity fondsen (private investeringsfondsen zoals participatiemaatschappijen) houden zich doorgaans bezig met bedrijfsovernames en richten zich daarmee op het investeren in bedrijven voor de langere termijn. Een bekend voorbeeld is de leveraged buy out, zie aldaar.

- **Rating**

Het oordeel van een credit rating agency over de kredietwaardigheid (kans op betaling) van instellingen (bedrijven en overheden) die schuldbewijzen uitgeven of van schuldbewijzen zelf.

- **Renteswap**

Variant op een future contract waarbij protectie wordt verkregen tegen toekomstige renteveranderingen.

- **Residential mortgage-backed securities (RMBS)**

Asset-backed securities waarvan het onderpand bestaat uit woninghypotheken. Zie ook asset-backed securities.

- **Securitisatie**

Een techniek waarbij financiële activa (producten) die een regelmatige kasstroom opleveren, zoals hypothecaire leningen, worden samengebracht en verpakt (en herverpakt, vaak vele malen opnieuw) als effecten (waardepapier), die vervolgens aan investeerders verkocht worden. De verstrekker van de lening (de initiator) draagt bij securitisatie de toekomstige kasstromen op die lening en het kredietrisico van zijn vordering over aan een speciaal voor securitisatiedoeleinden opgerichte juridische entiteit, de special purpose vehicle (SPV). Met deze kasstromen als onderpand geeft de SPV vervolgens obligaties uit – zogenoemde asset-backed securities – waarvan de opbrengst ten goede komt aan de oorspronkelijke verstrekker van de lening. Op deze manier worden illiquide vorderingen zoals hypotheekleningen verhandelbaar en wordt het risico op waardeverlies gespreid (over de obligatiehouders).

- **Senior (tranche)**

Bij securitisatie geeft een special purpose vehicle obligaties uit in verschillende risicoklassen of tranches. Dit is de minst achtergestelde positie. Hier slaan de mogelijke verliezen op de gesecuritiseerde activa, bijvoorbeeld de onderliggende hypotheekleningen, in laatste instantie neer.

- **Short selling**

Overeenkomst tussen twee partijen, waarbij partij A een financiële positie (meestal aandelen) verkoopt aan partij B, met de afspraak dat partij A het stuk in de toekomst tegen de dan geldende marktwaarde terugkoopt. Hiermee speculeert A op een daling van het desbetreffende aandeel. Zie ook naked short selling.

- **Solvabiliteit**

Dit is de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen op de balans. Hiermee wordt aangegeven in hoeverre een onderneming de financiële verplichtingen aan verschaffers van vreemd vermogen met behulp van alle activa kan nakomen.

- **Solvabiliteitsratio**

Ook wel BIS-ratio genoemd. Reflecteert de totale hoeveelheid aanwezig toetsingsvermogen (eigen vermogen in de vorm van zogenoemd Tier 1 en Tier 2 kapitaal) van een bank, uitgedrukt als percentage van de totale, naar risico gewogen, activa. Het minimum is 8%. Naar risico gewogen activa betekent dat de activa van een bank een risicoweging krijgen die bepaalt hoeveel kapitaal, gegeven de weging van het risico, ‘tegenover’ dat actief moet worden aangehouden.

- **Special purpose vehicle (SPV)**

Juridische entiteit opgezet om bepaalde activiteiten of projecten van een onderneming uit te voeren en de bijbehorende activa onder te brengen. SPVs worden onder andere gebruikt bij securitisatie.

- **Subprime hypotheek**

Hypotheken verstrekt aan minder kredietwaardige huishoudens. Dit soort hypotheek is vooral in de Verenigde Staten veel verkocht. Deze hypotheek heeft veelal een variabele rente, die de eerste jaren laag is, maar daarna flink stijgt. Als de huizenprijzen hard stijgen, kan een huishouden na enkele jaren de overwaarde incasseren en een nieuwe hypotheek afsluiten. Maar als de huizenprijzen dalen, is er geen sprake van overwaarde, maar zien mensen zich wel geconfronteerd met een hogere rente.

- **Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)**

Op 25 november 2008 door de Amerikaanse autoriteiten geïntroduceerde faciliteit ter ondersteuning van de Amerikaanse securitisatiemarkt. Onder deze faciliteit kunnen Amerikaanse banken ABSen die worden gedekt door hypotheek en andere leningen belenen bij de Amerikaanse centrale bank. Het uiteindelijke doel hiervan is de kredietverlening te ondersteunen.

- **Tier 1 kapitaal**

Het toetsingsvermogen van een bank, dat wil zeggen het vermogen dat meetelt ter bepaling van de hoeveelheid eigen vermogen waarover de bank beschikt, bestaat uit Tier 1 en Tier 2 vermogen (sommige instellingen beschikken ook nog over Tier 3 vermogen). Tier 1 vermogen is van de hoogste kwaliteit. Het is het kernkapitaal dat een bank aanhoudt en dat bestaat uit gestort gewoon aandelenkapitaal, ingehouden winsten en andere reserves met uitzondering van positieve herwaarderingsreserves. Het omvat ook minderheidsbelangen en bepaalde typen hybride kapitaal van hoge kwaliteit zoals niet-cumulatieve permanente preferente aandelen en kapitaalbewijzen.

- **Tier 1 ratio**

Reflecteert de hoeveelheid aanwezig Tier 1 kapitaal van een bank, uitgedrukt als percentage van de totale naar risico gewogen activa van een bank. Het minimumpercentage is 4%. Naar risico gewogen activa betekent dat de activa van een bank een risicoweging krijgen die bepaalt hoeveel kapitaal, gegeven de weging van het risico, 'tegenover' dat actief moet worden aangehouden.

- **Tier 2 kapitaal**

Het toetsingsvermogen van een bank, dat wil zeggen het vermogen dat meetelt ter bepaling van de hoeveelheid eigen vermogen waarover de bank beschikt. Dit vermogen bestaat uit Tier 1 en Tier 2 vermogen (sommige instellingen beschikken ook nog over Tier 3 vermogen). Tier 2 vermogen is van een lagere kwaliteit dan Tier 1 vermogen. Tier 2 vermogen bestaat uit positieve herwaarderingsreserves en bepaalde typen van hybride kapitaal van lagere kwaliteit zoals cumulatieve en aflosbare achtergestelde schulden.

- **Toezichtarbitrage**

Maatregelen die instellingen treffen om zich te onttrekken aan de strenge regels van de toezichthouder. Voorbeelden hiervan zijn instellingen die hun activiteiten verplaatsten naar landen met een lichtere vorm van toezicht en het overboeken van uitzettingen van het traditionele bankenboek naar het handelsboek, waar lagere kapitaaleisen worden gehanteerd.

- **Triple-A rating**

De beste beoordeling die een credit rating agency kan geven. Een investering in een triple-A product is met andere woorden relatief het meest betrouwbaar, waardoor het risico op wanbetaling of verlies relatief het kleinst is.

- **Troubled Asset Relief Program (TARP)**

Onderdeel van de Amerikaanse Emergency Economic Stabilization Act van 3 oktober 2008. Het TARP-programma bestaat uit een serie subprogramma's die beogen het Amerikaanse financiële systeem te stabiliseren. Voorbeelden zijn het Capital Purchase Program en het Capital Assistance Program, dat kapitaalondersteuning biedt aan financiële instellingen, en het Making Home Affordable Program, dat beoogt hypotheeken voor Amerikanen betaalbaar te houden en executieverkopen te voorkomen.

- **Value-at-Risk (VaR)**

Een maatstaf die de omvang van het potentiële verlies op een handelspositie berekent bij een bepaald statistisch betrouwbaarheidsniveau, zoals op basis van historische cijferreeksen.

- **Valutaswap**

Variant op een future contract waarbij protectie wordt verkregen tegen toekomstige valutaschommelingen.

- **Volatiliteit**

De mate van bewegelijkheid van de koers van een aandeel of een ander financieel product.

## Chronologie van de kredietcrisis

## Juli 2007 - december 2007: liquiditeitscrisis

- 18 juli 2007: Bear Stearns kondigt het faillissement aan van twee van haar hedgefondsen die gespecialiseerd zijn in het beleggen in complexe gestructureerde producten zoals collateralized debt obligations (CDOs). Risicopremies in de financiële markten beginnen op te lopen.
- 30 juli-2 augustus 2007: De Duitse IKB Deutsche Industriebank meldt forse verliezen gelieerd aan de subprime huizenmarktcrisis in de Verenigde Staten. De Duitse staatsbank KfW kondigt aan tot EUR 8,1 miljard van de funding van een IKB-conduit over te nemen. Tevens neemt KfW samen met een groep Duitse banken EUR 1 miljard aan risico's van de balans van IKB over. Risicopremies in de financiële markten vertonen plots een sterke stijging en een grote volatiliteit.
- 9-23 augustus 2007:
  - BNP Paribas bevriest drie investeringsfondsen. Reden is de opgedroogde liquiditeit in de Amerikaanse securitisatiemarkten; dit maakt het onmogelijk de activa onder beheer op betrouwbare wijze te waarderen.
  - De interbancaire geldmarkt valt stil en de overnight rente loopt op tot 4,6%, dat is 60 basispunten boven de op dat moment geldende beleidsrente.
  - Het Eurosysteem voert op 9 augustus 2007 een ééndagse liquiditeitsverruimende fine-tuning operatie uit waarvoor zij vooraf aankondigt alle biedingen te zullen gaan toewijzen tegen een vaste rente. Deze operatie bereikt een omvang van EUR 95 miljard. Na uitvoering van deze operatie daalt de overnight rente weer richting de beleidsrente.
  - In de eerste drie dagen na de eerste liquiditeitsverruimende fine-tuning operatie voert het Eurosysteem nog drie ééndagse liquiditeitsverruimende fine-tuning operaties uit. Het toegewezen bedrag in deze operaties neemt af naar EUR 8 miljard op 14 augustus 2007.
  - Het Eurosysteem kondigt additionele liquiditeitsverruimende langere termijn herfinancieringsoperaties aan om liquiditeitsonzekerheden in het systeem te verminderen.
  - Ook het Amerikaanse Federal Reserve System voert in deze fase van de crisis liquiditeitsverruimende operaties op de geldmarkt uit en versoepelt de voorwaarden van haar noodleningenfaciliteit.
- ultimo augustus 2007: Marktverwachtingen ten aanzien van de economische groei in 2007 worden nauwelijks beïnvloed door de onrusten op de financiële markten.
- 14 september 2007: Northern Rock komt in liquiditeitsproblemen, er ontstaat een bank run. De bank krijgt liquiditeitsondersteuning van de Bank of England.
- 17 september 2007: Afgifte verklaring van geen bezwaar voor overname ABN AMRO door het consortium van Fortis, Royal Bank of Scotland en Santander.
- 18 september 2007: Het Federal Reserve System begint met het verlagen van de rente en brengt haar beleidsrente van 5,25% naar 4,75%.

- oktober 2007: Amerikaanse banken maken forse afschrijvingen bekend op sub-prime activa. Investment bank Merrill Lynch schrijft met USD 8,4 miljard het meest af op gestructureerde producten. In Europa maakt de Zwitserse bank UBS bekend USD 5,1 miljard af te schrijven.
- 10 oktober 2007: De Amerikaanse Minister van Financiën Paulson maakt de 'Hope Now alliantie' bekend, bestaande uit de Amerikaanse overheid en spelers op de Amerikaanse hypotheekmarkt. Doelstelling van de alliantie is door bemiddeling het aantal huisuitzettingen in de Verenigde Staten zoveel mogelijk te beperken.
- november, december 2007: Verschillende Sovereign Wealth Funds uit Azië en het Midden-Oosten investeren additioneel kapitaal ter waarde van USD 28 miljard in de banken UBS, Morgan Stanley, Merrill Lynch en Citigroup.
- 12 december 2007: Centrale banken in de Verenigde Staten, Canada, het Verenigd Koninkrijk, het eurogebied (ECB) en Zwitserland komen swaplijnen overeen waaronder zij kunnen overgaan tot de verstrekking van buitenlandse valuta onder de zogenoemde Term Auction Facility (TAF) voor een looptijd van één maand. Deze maatregelen moeten de spanningen op de valutaswapmarkten verlichten. De introductie van de TAF in de Verenigde Staten betekent dat door het Federal Reserve System liquiditeit beschikbaar wordt gesteld aan een grotere hoeveelheid tegenpartijen en tegen een bredere onderpandlijst.
- 17 december 2007: Onder invloed van de spanningen op de financiële markten doen zich extreme jaareinde-effecten voor. Om de markt te ondersteunen, voert het Eurosysteem een speciale tweewekelijkse herfinancieringsoperatie uit die tot in het nieuwe jaar doorloopt. In de tenderaankondiging wordt de toewijzing van alle biedingen boven een bepaald biedingsniveau bekendgemaakt. De operatie heeft uiteindelijk een omvang van EUR 348 miljard.

### **Januari 2008 - september 2008: solvabiliteitscrisis**

- 15, 18 januari 2008: Citigroup boekt een recordverlies van USD 9,8 miljard over het vierde kwartaal van 2007 na afschrijvingen van USD 18 miljard. Drie dagen later maakt Merrill Lynch ook een verlies van USD 9,8 miljard bekend na afschrijvingen van USD 17 miljard.
- 21 januari 2008: De onrusten waaieren verder uit over de financiële markten; aandelenmarkten dalen sterk. De Europese DJ Stoxx 600 index daalt in één dag met 5,7%.
- 22 januari 2008: Het Amerikaanse Federal Reserve System verlaagt haar rentetarif met 75 basispunten na een speciaal ingelaste bijeenkomst.
- 24 januari 2008: Société Générale ontmaskert een frauderende aandelenhandelaar, die de bank met ongeoorloofde posities een verlies bezorgt van EUR 4,9 miljard.

- 29 januari 2008: Kredietbeoordelaars waarschuwen Amerikaanse monoliners (verzekeraars die kredietrisico van obligaties verzekeren) voor neerwaartse bijstellingen van hun kredietbeoordeling.
- 20 februari 2008: ING kondigt aan in het vierde kwartaal van 2007 Amerikaanse hypotheekgerelateerde activa met ongeveer EUR 1 miljard te hebben afgewaardeerd.
- 22 februari 2008: De Britse autoriteiten nationaliseren de in de problemen geraakte hypotheekbank Northern Rock.
- 11 maart 2008: De onderlinge swaplijnen tussen centrale banken worden verhoogd en het Amerikaanse Federal Reserve System kondigt de Term Securities Lending Facility aan, een speciale faciliteit waaronder illiquide activa tijdelijk kunnen worden gewapped voor staatspapier.
- 14 maart 2008: De Amerikaanse zakenbank Bear Stearns komt in liquiditeitsproblemen. Het Amerikaanse Federal Reserve System verstrekt liquiditeitssteun aan Bear Stearns en gebruikt daarvoor JPMorgan als doorgeefluik.
- 16 maart 2008:
  - JPMorgan kondigt aan Bear Stearns over te nemen, gesteund door het Federal Reserve System, dat garanties afgeeft op een probleemportefeuille van Bear Stearns met een omvang van USD 30 miljard.
  - Het Federal Reserve System introduceert de Primary Dealer Credit Facility, waarmee de zogenoemde Primary Dealers – tegenpartijen van het Federal Reserve System in monetaire operaties – tegen een breed onderpandpalet toegang krijgen tot overnight leningen van het Federal Reserve System.
- april, mei 2008: Na de overname van Bear Stearns ontstaat enige opluchting op de financiële markten. Kredietrisicopremies dalen enigszins en aandelenkoersen maken de verliezen van het eerste kwartaal gedeeltelijk goed. De wat verbeterde omstandigheden stellen banken in staat tot emissies in de kapitaalmarkt en gunnen de financiële sector als het ware een korte adempauze. De geldmarkt functioneert nog altijd moeizaam. Medio mei slaat het sentiment om tegen de achtergrond van toenemende inflatieverwachtingen en een aanhoudende onzekerheid over de gezondheid van de financiële sector.
- 16 mei 2008: De centrale banken van Zweden, Noorwegen en Denemarken komen een swapfaciliteit met de IJslandse centrale bank overeen waaronder IJslandse kronen kunnen worden gewapped met euro.
- 9 juni 2008: Onder druk van aanhoudende negatieve berichtgeving maakt Lehman Brothers vervroegd een verlies bekend van USD 2,8 miljard in het tweede kwartaal, na afschrijvingen van USD 3,7 miljard. Tegelijkertijd wordt een aandelenemissie van USD 6 miljard geplaatst. Kredietbeoordelaar Fitch stelt de kredietbeoordeling van Lehman Brothers neerwaarts bij van AA- naar A+, nadat Standard & Poor's op 2 juni al een neerwaartse bijstelling heeft doorgevoerd. In de drie dagen volgend op de bekendmaking van de resultaten daalt de koers van Lehman Brothers met 17,5%.



- 5, 19 juni 2008: Kredietbeoordelaars Standard & Poor's en Moody's stellen de rating van de twee grootste Amerikaanse monoliners neerwaarts bij van AAA naar AA. Zorgen over verdere afschrijvingen op door banken afgesloten verzekeringen bij deze instellingen nemen toe.
- 3 juli 2008: De ECB verhoogt de rente naar 4,25% tegen de achtergrond van toenemende inflatiezorgen.
- 9-11 juli 2008:
  - De voormalig president van de Federal Reserve Bank van St. Louis, Poole, verklaart dat de Amerikaanse hypotheekfinanciers Freddie Mac en Fannie Mae op de rand van een faillissement staan en mogelijk op korte termijn zullen moeten worden ondersteund door de Amerikaanse autoriteiten. De uitspraken vormen aanleiding voor een scherpe daling van de koersen van de instellingen: de aandelenkoers van Fannie Mae daalt in drie dagen met 33%.
  - De zorgen over het voortbestaan van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers nemen toe. Het aandeel van de bank daalt binnen drie dagen met 35%.
- 13 juli 2008: De Amerikaanse Minister van Financiën Paulson kondigt steun aan voor de Amerikaanse hypotheekfinanciers Fannie Mae en Freddie Mac. Een uitbreiding van liquiditeitslijnen voor de instellingen en de bevoegdheid voor het Amerikaanse Ministerie van Financiën aandelen van de instellingen te kopen, moet de situatie stabiliseren.
- 15 juli 2008: De Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC) legt via een noodregeling het zogenoemde naked short selling aan banden op onder andere aandelen van Lehman Brothers, Fannie Mae en Freddie Mac. Hiermee beoogt de SEC speculatie tegen te gaan op een faillissement van de instellingen.
- 30 juli 2008: De ECB en het Federal Reserve System maken bekend de looptijd van de dollarverstrekking onder de Term Auction Facility te verlengen naar 84 dagen.
- 6 augustus 2008: De grootste verzekeraar ter wereld AIG maakt een verlies van USD 5,4 miljard bekend over het derde kwartaal. Analisten maken zich zorgen over de risico's voortvloeiend uit de portefeuille van door AIG verkochte credit default swap contracten.
- 7 september 2008: Fannie Mae en Freddie Mac worden onder conservatorship geplaatst van de toezichthouder Federal Housing Finance Agency (FHFA). FHFA neemt het management van de instellingen over. Verder zegt de Amerikaanse overheid solvabiliteitssteun toe tot een bedrag van USD 100 miljard en worden de bestaande kredietlijnen verder uitgebreid.

## September 2008 - maart 2009: systeemcrisis

- 9 september 2008: Een overeenkomst tussen Lehman Brothers en de Korea Development Bank over een kapitaalinjectie van USD 6 miljard in Lehman Brothers ketst af. De aandelenkoers van Lehman Brothers daalt met 45%.
- 10-12 september 2008: Lehman Brothers maakt vervroegd resultaten over het derde kwartaal bekend en publiceert een verlies van USD 3,9 miljard. Kredietbeoordelaars waarschuwen voor verdere neerwaartse bijstellingen van de beoordeling van Lehman Brothers. In de tweede week van september daalt de aandelenkoers van de bank met 77%.
- 14 september 2008: Een groep van tien grote internationale banken creëert een liquiditeitsfonds van USD 70 miljard, waarvan iedere deelnemende bank gebruik kan maken in geval van liquiditeitsproblemen.
- 15 september 2008:
  - De Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers vraagt faillissement aan.
  - Bank of America neemt de in de problemen gekomen zakenbank Merrill Lynch over.
  - Het vertrouwen in het business model van de Amerikaanse zakenbanken neemt sterk af. De koersen van Morgan Stanley en Goldman Sachs dalen in de eerste drie dagen van de week met respectievelijk 33% en 15%.
  - De drie belangrijkste kredietbeoordelaars stellen de beoordeling van AIG neerwaarts bij.
  - Geldmarkten lopen wereldwijd vast als gevolg van liquiditeitsonzekerheden en onduidelijkheid over waar de verliezen zullen neerslaan als gevolg van het faillissement van Lehman Brothers.
- 16 september 2008:
  - Verzekeraar AIG komt in de problemen door omvangrijke exposures op credit default swap contracten en krijgt een kredietlijn van de Amerikaanse overheid van USD 85 miljard met een looptijd van 24 maanden. Alle activa van AIG worden ingelegd als onderpand voor de lening. Hierdoor wordt AIG de facto genationaliseerd.
  - Een belangrijk Amerikaans geldmarktfonds, het Reserve Primary Fund, moet een verlies nemen van USD 785 miljoen op uitzettingen op Lehman Brothers en kan klanten hun volledige inleg niet meer garanderen. Investeerdere vrezende ook voor andere geldmarktfondsen een dergelijke 'breaking of the buck', en kredietbeoordelaar Standard & Poor's her-evalueert de beoordeling van negen andere fondsen. Geldmarktfondsen worden geconfronteerd met grote onttrekkingen en trekken zich terug uit de Amerikaanse geldmarkt. De beschikbaarheid van dollars voor Europese banken komt sterk onder druk.
- 18 september 2008:
  - Tegen de achtergrond van grote spanningen op de valutaswapmarkten worden de bestaande swaplijnen tussen centrale banken verder opge-

- hoogd. Centrale banken buiten de Verenigde Staten kunnen tot USD 180 miljard aan dollarliquiditeit verstrekken.
- De Britse bank Lloyds neemt de in de problemen geraakte bank HBOS over voor GBP 12 miljard.
  - De Britse autoriteiten stellen een shortselling verbod in op financiële aandelen.
- 19 september 2008:
    - De Amerikaanse Minister van Financiën Paulson verklaart in samenspraak met het Federal Reserve System een plan voor te bereiden om giftige activa van de bankbalansen te verwijderen. Dit programma wordt bekend als het Troubled Assets Relief Program (TARP).
    - Het Federal Reserve System introduceert een noodfaciliteit (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility) die de liquidatie van geldmarktpapier door geldmarktfondsen faciliteert en de liquiditeit in de geldmarkt ondersteunt.
    - Het Amerikaanse Ministerie van Financiën stelt een fonds van USD 50 miljard beschikbaar om beleggers in geldmarktfondsen te beschermen tegen verliezen en de uitstroom uit de fondsen te beperken.
    - De SEC breidt haar eerder ingestelde shortselling verbod uit.
    - Enige opluchting in de financiële markten is merkbaar: aandelenkoersen maken de verliezen van eerder in de week grotendeels goed.
  - 21 september 2008:
    - De AFM en DNB kondigen een verbod op naked short selling aan. Andere Europese autoriteiten nemen in datzelfde weekend vergelijkbare maatregelen.
    - De twee enige overgebleven grote Amerikaanse investment banks Goldman Sachs en Morgan Stanley vragen een algemene bankvergunning aan. Het geloof in het business model van de pure investment bank is grotendeels verdwenen en de banken willen hun afhankelijkheid van wholesale-financiering verminderen.
  - 23 september 2008:
    - Voorzitter van het Federal Reserve System Bernanke en Minister van Financiën Paulson presenteren voor de Amerikaanse Senaat het TARP plan, ter grootte van USD 700 miljard. De reacties op het plan zijn overwegend negatief en het is onduidelijk of de Senaat akkoord zal gaan.
  - 25, 29 september 2008: De Amerikaanse toezichthouder Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) neemt de controle over bij de in de problemen verkerende grootste Amerikaanse spaarbank Washington Mutual. De activiteiten en depositoverplichtingen van de bank worden door JPMorgan overgenomen.
  - 29 september 2008:
    - De drie Benelux overheden investeren samen EUR 11,2 miljard om Fortis te ondersteunen. De koers van Fortis was onder druk gekomen onder invloed van twijfels over de solvabiliteitspositie van de bank. De Nederlandse

- regering investeert EUR 4 miljard in Fortis Bank Nederland in ruil voor een deelneming van 39%. Fortis zal haar belang in ABN AMRO verkopen.
- De Britse hypotheekbank Bradford & Bingley wordt genationaliseerd.
  - De Duitse bank Hypo Real Estate krijgt een kredietlijn van EUR 35 miljard van de Duitse overheid en een consortium van banken.
  - Het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden wijst het reddingsplan van Minister van Financiën Paulson af. Aandelenkoersen dalen wereldwijd sterk; de S&P 500 daalt met ruim 8,5%.
  - Swaplijnen tussen centrale banken worden tegen de achtergrond van aanhoudende geldmarktspanningen verder opgehoogd.
  - De IJslandse overheid neemt een belang van 75% in de IJslandse bank Glitnir.
- 30 september 2008:
    - De Ierse overheid geeft een garantie af op al het schuldpapier uitgegeven door een zestal Ierse banken. Tevens worden deposito's ongelimiteerd gegarandeerd.
    - De Franse, Belgische en Luxemburgse overheden geven gezamenlijk met een groep bestaande aandeelhouders een kapitaalinjectie van EUR 6,4 miljard aan Dexia bank.
    - Kredietbeoordelaar Fitch stelt de rating van het IJslandse Landsbanki neerwaarts bij van A naar BBB, Moody's handhaaft de rating op A2 maar plaatst de bank op negative watch.
  - 3 oktober 2008:
    - De maatregelen van de Benelux overheden ten aanzien van Fortis hebben het vertrouwen in de bank niet hersteld. De Nederlandse Staat neemt Fortis Bank Nederland, Fortis Verzekeringen Nederland, Fortis Corporate Insurance en het Fortis-deel van ABN AMRO holding volledig over voor een bedrag van EUR 16,8 miljard. De Belgische Staat neemt de overige activiteiten van Fortis over en verkoopt 75% onmiddellijk door aan de Franse bank BNP Paribas.
    - De Emergency Economic Stabilisation Act, een herzien reddingsplan van het Amerikaanse Ministerie van Financiën, wordt door het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden goedgekeurd. Het reddingsplan kan de dalingen op de aandelenmarkten niet keren; de geldmarkt blijft op slot en risicopremies blijven oplopen.
  - 6 oktober 2008:
    - De IJslandse autoriteiten garanderen alle binnenlandse deposito's van IJslandse banken.
    - Hypo Real Estate krijgt een additionele kredietlijn van EUR 35 miljard van de Duitse overheid.
  - 7 oktober 2008:
    - De Ministers van Financiën van de Europese Unie komen tot een gecoördineerde aanpak van de crisis. Systeemrelevante banken zullen worden

- ondersteund, en depositogaranties worden geharmoniseerd en verhoogd (in eerste instantie naar EUR 50.000; in maart 2009 wordt vastgelegd dat ultimo 2010 wordt besloten of deze grens tot EUR 100.000 wordt verhoogd). In Nederland verklaart de Minister van Financiën op 7 oktober 2008 dat de depositogarantie wordt verhoogd naar EUR 100.000 (waarbij tevens het eigen risico wordt afgeschaft).
- De IJslandse toezichthouder plaatst de IJslandse banken Landsbanki en Glitnir onder overheidscuratele.
  - Verdere uitbreiding van de liquiditeitsverstrekking in dollars door niet-Amerikaanse centrale banken.
  - Het Federal Reserve System introduceert de Commercial Paper Funding Facility (CPFF) die beoogt banken te ondersteunen in hun korte financieringsbehoeften.
  - De Arrondissementsrechtbank Amsterdam verklaart de noodregeling van toepassing op NV De Indonesische Overzeese Bank (Indover Bank).
- 8 oktober 2008:
    - Zeven centrale banken, waaronder het Federal Reserve System en de ECB, verlagen gecoördineerd de rente (de ECB met 50 basispunten). Het is voor de ECB de eerste renteverlaging in de kredietcrisis.
    - De ECB kondigt aan in haar herfinancieringsoperaties tot tenminste 20 januari 2009 alle biedingen toe te wijzen tegen een vaste rente. Tevens worden de tarieven op de permanente faciliteiten aangepast. Hiermee beoogt de ECB de liquiditeitsonzekerheden bij banken te verminderen en neemt zij de facto de distributiefunctie van de geldmarkt over.
    - Het Britse Ministerie van Financiën introduceert een herkapitalisatieprogramma voor Britse banken. Acht instellingen hebben al aangegeven te zullen participeren in het programma voor GBP 25 miljard.
  - 9 oktober 2008:
    - De Nederlandse overheid stelt EUR 20 miljard beschikbaar voor kapitaalondersteuning aan elke financiële onderneming in Nederland die fundamenteel gezond en levensvatbaar is.
    - De IJslandse toezichthouder plaatst de IJslandse bank Kaupthing onder overheidscuratele.
  - 10 oktober 2008: Het sentiment in de financiële markten blijft zeer negatief. De interbancaire geldmarkt ligt nog altijd stil. Aandelenkoersen sluiten de week af met grote verliezen. De MSCI World Index daalt gedurende de week met 20%.
  - 12 oktober 2008: Op een topbijeenkomst van Eurolanden wordt een breed pakket aan crisismaatregelen overeengekomen. Belangrijk onderdeel van dit pakket is de beschikbaarstelling van overheidsgaranties op bancaire leningen.
  - 13 oktober 2008:
    - Financiële markten reageren positief op de crisismaatregelen. De MSCI World Index stijgt met 9,5%.

- De Nederlandse overheid geeft ING – tegen strikte voorwaarden – een kapitaalinjectie van EUR 10 miljard.
- De Britse overheid doet een kapitaalinvestering van in totaal GBP 37 miljard in de banken HBOS, Lloyds en RBS.
- Het Eurosysteem start met een volledige toewijzingsprocedure voor zijn tenderoperaties in buitenlandse valuta.
- De Arrondissementsrechtbank Amsterdam verklaart de noodregeling van toepassing op het Nederlandse bijkantoor van de IJslandse bank Landsbanki. Op dezelfde dag wordt het depositogarantiestelsel in werking gesteld voor rekeninghouders van dit bijkantoor.
- 14 oktober 2008:
  - Het Amerikaanse Ministerie van Financiën introduceert een programma voor kapitaalondersteuning van Amerikaanse banken met een omvang van USD 250 miljard. Negen banken hebben al aangegeven te zullen participeren. Aan het programma zijn voorwaarden verbonden in de sfeer van beloningen en corporate governance.
  - De Amerikaanse toezichthouder (FDIC) geeft garanties af op (senior) schuldpapier, uitgegeven door onder toezicht staande Amerikaanse instellingen.
- 15 oktober 2008: De ECB kondigt een verruiming aan van de onderpandsvoorwaarden voor haar herfinancieringsoperaties. Tevens wordt het aantal langerlopende herfinancieringsoperaties uitgebreid. Dit alles met het doel de liquiditeitsonzekerheden bij financiële instellingen te verminderen.
- 16 oktober 2008:
  - De ECB komt een swaplijn overeen met de Hongaarse centrale bank met een omvang van EUR 5 miljard om de euroliquiditeit in Hongarije te ondersteunen.
  - Zwitserland ondersteunt haar banken UBS en Credit Suisse. Probleemactiva ter waarde van USD 60 miljard worden ondergebracht in een ‘bad bank’ die grotendeels door de overheid wordt gefinancierd; UBS krijgt een kapitaalinjectie van CHF 6 miljard.
- 17 oktober 2008: Na een positieve start van de week krijgt het pessimisme weer de overhand. De MSCI World Index daalt in de laatste drie dagen van de week met 7%. Risicopremies op de geldmarkt bereiken hun hoogtepunt. Het Euro-systeem heeft de eurogeldmarkt de facto overgenomen, wat tot uiting komt in hoge inschrijvingen op herfinancieringsoperaties en grote afstorting op de depositofaciliteit.
- 23 oktober 2008: De Nederlandse overheid geeft invulling aan de voorgenomen garanties op bancaire leningen met een looptijd van 3 tot 36 maanden. De regeling voorziet in garanties tot een bedrag van EUR 200 miljard.
- 27 oktober 2008: De ECB komt een swaplijn overeen met de Deense centrale bank met een omvang van EUR 12 miljard om de beschikbaarheid van euro te ondersteunen.

- 28 oktober 2008: De Nederlandse overheid geeft Aegon – tegen strikte voorwaarden – een kapitaalinjectie van EUR 3 miljard.
- 29 oktober 2008: Het Amerikaanse Federal Reserve System komt swaplijnen overeen met centrale banken in Brazilië, Mexico, Zuid-Korea en Singapore om de spanningen in de grensoverschrijdende markten te verminderen.
- 6 november 2008: De ECB verlaagt de rente met 50 basispunten naar 3,25%.
- 10 november 2008: De Chinese overheid maakt een stimuleringspakket van USD 586 miljard bekend voor de Chinese economie.
- 13 november 2008:
  - De Nederlandse overheid geeft SNS Reaal – tegen strikte voorwaarden – een kapitaalinjectie van EUR 750 miljoen.
  - DNB stelt het depositogarantiestelsel in werking voor rekeninghouders van Indover Bank.
- 21 november 2008: De Duitse overheid stelt garanties van EUR 20 miljard ter beschikking aan Hypo Real Estate ter ondersteuning van haar korte financieringsbehoeften.
- 23 november 2008: De Amerikaanse overheid geeft steun aan Citigroup in de vorm van garanties op een portefeuille met probleemactiva ter waarde van USD 306 miljard en een kapitaalinjectie van USD 20 miljard. Het Federal Reserve System verleent een kredietlijn om verdere verliezen op te vangen.
- 25 november 2008:
  - Het Federal Reserve System introduceert samen met het Ministerie van Financiën de Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), ter ondersteuning van de securitisatiemarkten. Onder deze faciliteit kunnen Amerikaanse banken asset-backed securities die gedekt worden door zowel hypotheekleningen als consumentleningen belenen bij het Federal Reserve System tot een bedrag van USD 200 miljard.
  - Het Federal Reserve System kondigt aan te gaan starten met het aankopen van USD 500 miljard aan obligaties gedekt door woningfinanciering (mortgage-backed securities) en USD 100 miljard aan obligaties van hypotheekfinanciers Fannie Mae en Freddie Mac. Doel van deze operaties is de beschikbaarheid van woningfinanciering te ondersteunen.
- 1 december 2008: Financiële markten reageren positief op de Amerikaanse steunmaatregelen: de MSCI World Index stijgt gedurende de week met 12,3%. De kwetsbaarheid van het herstel wordt echter meteen duidelijk wanneer de koersen op 1 december 2008 weer sterk dalen: de MSCI World Index verliest 7% in één dag.
- 4 december 2008: De ECB verlaagt de rente met 75 basispunten naar 2,50%.
- 9 december 2008:
  - Leaseplan Corp N.V. maakt als eerste Nederlands kredietinstelling gebruik van de garantieregeling.
  - De Duitse overheid geeft EUR 10 miljard aan additionele garanties aan Hypo Real Estate.



- 11 december 2008: Ontmaskering Madoff als beleggingsfraudeur. De totale verliezen van het debacle worden op dat moment geschat op USD 50 miljard.
- 8 januari 2009: De Duitse overheid verstrekt EUR 8,2 miljard aan leningen aan de combinatie Commerzbank/Dresdner en koopt EUR 1,8 miljard aan aandelen tegen een belang van 25%.
- 13 januari 2009: De Duitse overheid komt met een tweede economisch stimuleringspakket met een omvang van EUR 50 miljard. In november werd al een pakket van EUR 31 miljard aangekondigd.
- 15 januari 2009: De ECB verlaagt de rente met 50 basispunten naar 2,00%.
- 16 januari 2009:
  - De Amerikaanse overheid geeft steun aan Bank of America in de vorm van garanties op een portefeuille met probleemactiva ter waarde van USD 118 miljard, grotendeels afkomstig uit de overname van Merrill Lynch. Tevens wordt een kapitaalinjectie van USD 20 miljard gegeven en verleent het Federal Reserve System een kredietlijn om verdere verliezen op te vangen.
  - De Ierse overheid neemt de controle over bij Anglo Irish Bank.
- 19 januari 2009:
  - Het Britse Ministerie van Financiën kondigt het Asset Protection Scheme aan, waaronder de Britse overheid garanties verstrekt op bepaalde portefeuilles van Britse banken. Verder vergroot de Britse overheid haar belang in RBS.
- 20 januari 2009: De Duitse autoriteiten verhogen de garanties verstrekt aan Hypo Real Estate met EUR 12 miljard, waarmee de omvang van overheidsgarantie voor de bank op EUR 42 miljard uitkomt.
- 26 januari 2009:
  - ING maakt bekend een verlies te verwachten van EUR 1 miljard over het jaar 2008. Verder wordt een herstructurering aangekondigd bestaande uit onder andere een reductie in kosten, risico's en leverage; en de verkoop van activa.
  - De Nederlandse Staat verleent een back-up faciliteit aan ING. Onder deze faciliteit neemt de Nederlandse Staat, tegen ontvangst van een premie, 80% van het risico over op een Amerikaanse hypotheekportefeuille van ING ter waarde van USD 35 miljard.
- 29 januari 2009: De Britse overheid geeft de Bank of England de bevoegdheid te starten met een opkoopprogramma voor high quality assets met een omvang van GBP 50 miljard.
- februari 2009: Europese banken maken over het vierde kwartaal van 2008 wederom omvangrijke verliezen bekend. Tevens nemen de zorgen over Oost-Europese landen sterk toe. Vooral landen met nauwe financiële banden met deze regio zien hun risicopremie sterk oplopen.
- 2 februari 2009: De Bank of Japan kondigt aan haar opkoopprogramma voor aandelen van de balans van financiële instellingen te hervatten.



- 6 februari 2009: De Bank of England maakt de details bekend van haar opkoopprogramma. Onder dit programma wordt in eerste instantie GBP 50 miljard aan bedrijfsobligaties opgekocht.
- 10 februari 2009: De Amerikaanse autoriteiten presenteren het Financial Stability Plan. Onderdelen van dit plan zijn onder andere een nieuw kapitaalondersteuningsprogramma, een publiek-privaat investeringsfonds (Public-Private Investment Program, PPIP) met een potentiële omvang van USD 1.000 miljard dat beoogt probleemactiva van Amerikaanse bankbalansen te verwijderen en een forse uitbreiding van het al bestaande TALF-programma van USD 200 miljard naar mogelijk USD 1.000 miljard. Financiële markten reageren teleurgesteld op de plannen en beoordelen ze als onvoldoende en te weinig concreet.
- 11 februari 2009: De garanties van de Duitse overheid aan het noodlijdende Hypo Real Estate worden opnieuw opgehoogd, met EUR 10 miljard naar EUR 52 miljard.
- 17 februari 2009: De Amerikaanse president Obama zet zijn handtekening onder een economisch stimuleringspakket van USD 787 miljard. Het kan het tij in de financiële markten niet keren: aandelenmarkten blijven fors dalen.
- 19 februari 2009:
  - De Nederlandse Staat past de garantieregeling voor bancaire schuld aan, waardoor het mogelijk wordt papier tot een looptijd van vijf jaar aan te melden voor een staatsgarantie.
  - De Bank of Japan kondigt een pakket van liquiditeitsverruimende maatregelen aan waaronder een opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties met een omvang van ruim USD 10 miljard.
- 26 februari 2009: RBS participeert in het Britse Asset Protection Scheme voor GBP 325 miljard. Tevens wordt een additionele kapitaalinjectie met de Britse overheid overeengekomen van GBP 13 miljard.
- 2 maart 2009: Verzekeraar AIG maakt een recordverlies bekend van USD 99,3 miljard over 2008. De Amerikaanse autoriteiten geven een nieuwe kapitaalinjectie van USD 30 miljard en kondigen een herstructureringsplan voor de verzekeraar aan.
- 5 maart 2009:
  - De ECB verlaagt de rente met 50 basispunten naar 1,50%.
  - De Bank of England kondigt een uitbreiding van haar opkoopprogramma aan naar een potentieel van GBP 150 miljard, waarvan in eerste instantie GBP 75 miljard zal worden gebruikt. Inbegrepen in deze uitbreiding is ook het opkopen van staatsobligaties, naast de al eerder aangekondigde bedrijfsobligaties.

### *Maart - december 2009: voorzichtig herstel?*

- 9 maart 2009: Aandelenmarkten bereiken het dieptepunt van de crisis. De MSCI World Index handelt op dat moment 46% beneden het niveau van voor het faillissement van Lehman Brothers. Aanleiding voor het keerpunt zijn positieve uitspraken van CEOs over de winstgevendheid van hun banken in het eerste kwartaal. In het kielzog van het herstel op de financiële markten verbeteren gedurende het tweede kwartaal ook de reële economische data voorzichtig.
- 11 maart 2009: De Amerikaanse hypotheekfinancier Freddie Mac maakt een verlies over 2008 bekend van USD 50 miljard.
- 18 maart 2009: Het Federal Reserve System kondigt een uitbreiding aan van de bestaande aankoopprogramma's en kondigt aan staatspapier te gaan opkopen. Het MBS-programma zal met USD 750 miljard worden uitgebreid naar USD 1.250 miljard. Het programma voor de opkoop van obligaties van hypotheekfinanciers wordt opgehoogd met USD 100 miljard naar USD 200 miljard. Verder worden binnen een tijdspanne van zes maanden voor USD 300 miljard aan staatsobligaties opgekocht.
- 23 maart 2009: Het Amerikaanse Ministerie van Financiën maakt de details bekend van het PPIP. Financiële markten reageren zeer positief op het plan: de Amerikaanse S&P 500 stijgt in één dag met 7%.
- 2 april 2009:
  - De Financial Accounting Standards Board (FASB) versoepelt de criteria ten aanzien van fair value accounting.
  - De ECB verlaagt de rente met 25 basispunten naar 1,25%
- 11 april 2009: De Duitse overheid komt met een bad bank plan, waaronder tot circa EUR 200 miljard aan giftige activa met overheidssteun van de Duitse bankbalansen kan worden verwijderd.
- 13 april 2009: De Amerikaanse bank Goldman Sachs maakt een winst bekend van USD 1,8 miljard over het eerste kwartaal van 2009. De bank kondigt aan USD 5 miljard aan ontvangen TARP fondsen te gaan terugbetalen en dit te financieren met een aandelenemissie.
- 21 april 2009: Het IMF schat in haar Global Financial Stability Report de totale wereldwijde afschrijvingen als gevolg van de crisis op USD 4.000 miljard. Ten opzichte van oktober 2008 zijn de verwachte afschrijvingen voor Amerikaanse banken bijna verdubbeld.
- 7 mei 2009:
  - De ECB verlaagt de rente met 25 basispunten naar 1,00% en kondigt een pakket aan van onconventionele monetaire beleidsmaatregelen, die de liquiditeit in de financiële markten moet ondersteunen en uiteindelijk de kredietverlening naar de reële economie moet bevorderen. Belangrijkste onderdelen van het pakket zijn de uitvoering van een drietal éénjaars herfinancieringsoperaties waarin alle biedingen worden toegewezen tegen

- een vaste rente en een opkoopprogramma voor gedekte obligaties met een omvang van EUR 60 miljard.
- De Europese markt voor gedekte obligaties reageert positief op het aankoopprogramma. Na de aankondiging is een opleving van de primaire markt waarneembaar.
  - De Bank of England kondigt een uitbreiding van haar opkoopprogramma aan naar GBP 125 miljard.
  - De Amerikaanse autoriteiten maken de uitkomsten bekend van een stress-test op de negentien belangrijkste Amerikaanse banken. Uit de stresstests komt naar voren dat een additionele kapitaalbehoefte van USD 75 miljard bestaat. Bank of America heeft de grootste kapitaalbehoefte: USD 34 miljard. De Amerikaanse overheid zal eventuele kapitaaltkortingen aanvullen, mochten deze niet financierbaar zijn in de financiële markten.
- 8 mei 2009: Fannie Mae maakt een verlies bekend van USD 23 miljard over het eerste kwartaal en vraagt de Amerikaanse overheid additionele kapitaalsteun van USD 19 miljard.
  - 1 juni 2009:
    - Het Amerikaanse autobedrijf General Motors vraagt faillissement aan. Een doorstart wordt gearrangeerd.
    - Aandelenmarkten zetten hun stijgingen door: sinds het dieptepunt is de MSCI World Index met 44% gestegen.
  - 8 juni 2009: De Duitse overheid neemt een belang van 90% in de Hypo Real Estate Bank.
  - 24 juni 2009:
    - Het Eurosysteem voert zijn eerste éénjaars herfinancieringsoperatie uit, die een recordomvang bereikt van EUR 442 miljard. De operatie resulteert in een groot overschot van liquiditeiten in de geldmarkt. Gevolg is een sterke toename in het gebruik van de depositofaciliteit en een sterk neerwaartse druk op de overnight rente richting het depositotarief.
    - Onder invloed van de eerste éénjaars operatie dalen geldmarktrentes. Risicopremies liggen weer op het niveau van voor het faillissement van Lehman Brothers. Het functioneren van de geldmarkt blijft desondanks moeizaam door aanhoudende balansrestricties en problemen bij individuele banken.
  - 26 juni 2009: De Nederlandse Minister van Financiën vraagt de Tweede Kamer toestemming voor een additionele kapitaalinjectie in ABN AMRO van EUR 2,5 miljard.
  - 6 augustus 2009: De Bank of England breidt haar opkoopprogramma verder uit naar GBP 175 miljard.
  - 30 september 2009:
    - Het IMF stelt zijn verwachtingen ten aanzien van de wereldwijde afschrijvingen als gevolg van de kredietcrisis bij van USD 4.000 miljard naar USD 3.400 miljard.

- De ECB voert de tweede éénjaars herfinancieringsoperatie uit (uiteindelijk wordt ingetekend voor EUR 75 miljard),
- 2 oktober 2009: Publicatie van de stresstestresultaten van Europese banken.
- 12 oktober 2009: De Arrondissementsrechtbank Amsterdam verklaart de noodregeling van toepassing op DSB Bank.
- 13 oktober 2009: De Duitse overheid verkrijgt de laatste 10% van de aandelen in Hypo Real Estate. Deze bank is nu volledig genationaliseerd.
- 26 oktober 2009: ING maakt onder druk van de Europese Commissie een opsplitsing van het bank- en verzekeringsbedrijf bekend. Tevens moet EUR 1,3 miljard extra worden betaald voor de eerder verstrekte staatsgaranties op de Amerikaanse hypotheekportefeuille van ING. Ook wordt een aandelenemissie aangekondigd van EUR 7,5 miljard die wordt aangewend voor de terugbetaling van overheidssteun en het opvangen van de additionele kosten op de garantiefaciliteit.
- 1 november 2009: Op de financiële markten zitten alle activaprijzen in de lift. Onder invloed van verbeterende economische vooruitzichten, beperkte inflatieverwachtingen en ruime liquiditeitscondities, dalen rentes en risicopremies en stijgen aandelenmarkten verder.
- 5 november 2009: De Bank of England breidt haar opkoopprogramma uit naar GBP 200 miljard.
- 19 november 2009: Een additionele kapitaalinjectie van de Nederlandse staat in ABN AMRO van EUR 4,4 miljard wordt aangekondigd.
- 24 november 2009: De gouverneur van de Bank of England verklaart dat de Bank of England in oktober 2008 GBP 62 miljard aan noodsteun heeft verleend aan RBS en HBOS.
- 25 november 2009: Herstructurering van de schuld van staatsbedrijf Dubai World. Landenrisico's komen hernieuwd onder de aandacht van de financiële markten.
- 3 december 2009: De ECB kondigt aan de laatste van drie éénjaars herfinancieringsoperaties te zullen uitvoeren tegen een geïndexeerde rente, geënt op de rentes in basisherfinancieringsoperaties over de looptijd van de operatie (uiteindelijk wordt ingetekend voor EUR 97 miljard). Tevens maakt de ECB een reductie bekend in het aantal langere termijn herfinancieringsoperaties voor het eerste kwartaal van 2010.
- 7 december 2009:
  - Aegon en SNS Reaal lossen hun staatssteun deels af. Aegon betaalt EUR 1 miljard terug (33%), SNS Reaal EUR 185 miljoen (25%).
  - Standard & Poor's plaatst de kredietbeoordeling van Griekenland op negatieve watch. Deze ratingactie – volgend op een eerdere forse opwaartse bijstelling van het Griekse begrotingstekort – vormt aanleiding voor een sterke verslechtering van het sentiment rondom Griekenland. Risicopremies lopen sterk op en andere kredietbeoordelaars volgen Standard & Poor's met negatieve bijstellingen van de Griekse kredietbeoordeling.

Niet alleen Griekenland, maar ook andere landen in de mediterrane regio worden hierdoor geraakt.

- 21 december 2009: ING betaalt EUR 5 miljard terug van de EUR 10 miljard aan ontvangen overheidssteun.
- 23 december 2009: ABN AMRO komt met Deutsche Bank de verkoop overeen van New HBU II NV en IFN Finance BV.

## Dankwoord

Deze bundel is stand gekomen met de bijdragen en inspanningen van onder anderen Saskia Bezoen, Ger Bom, Louisa van den Broek, Melle Bijlsma, Dennis Freriksen, Maarten Hendriks, Ingmar van Herpt, Marco Hoerberichts, Anne de Hoogt, Gerbert van der Kamp, Ashraf Khan, Ries de Kogel, Martien Lubberink, Wieteke Numan, Ewout van Ommen, Kirsten Spahr van der Hoek, Annick Teubner, Cees Ullersma en Sandra Wesseling.

Verder mogen niet onvermeld blijven alle DNB medewerkers die commentaar hebben geleverd op eerdere versies van de in deze bundel opgenomen hoofdstukken en de grote inzet van de afdeling Repro en Post - Reproductie.

